

Sposoby finansowania rozwoju polskich przedsiębiorstw

Piotr J. Szczepankowski, dr
Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa w Płocku,
Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania, Warszawa

Wprowadzenie

Finansowanie działalności gospodarczej przedsiębiorstw stanowi obok decyzji inwestycyjnych i zarządzania płynnością finansową jeden z zasadniczych nurtów badawczych w teorii i praktyce zarządzania finansami przedsiębiorstwa. W tym przypadku główne zainteresowanie teoretyków koncentruje się na poszukiwaniu optymalnej struktury kapitałowej, która ograniczałaby koszt pozyskiwania i dysponowania funduszami oraz sprzyjałaby realizacji naczelnego długookresowego celu zarządzania przedsiębiorstwem, jakim jest maksymalizacja jego wartości, szczególnie z perspektywy interesów właścicieli.

Zainteresowanie teoretyków i praktyków gospodarczych metodami oraz technikami zarządzania kapitałami przedsiębiorstwa jest ściśle związane ze stale zmieniającymi się trendami we współczesnej gospodarce i pojawianiem się innowacyjnych źródeł finansowania. Można bowiem zaobserwować między innymi następujące cechy współczesnej gospodarki, które inwokują zmiany w sposobach finansowania przedsiębiorstw:

- globalizację gospodarki i zwiększającą się swobodę przepływu kapitału, co ułatwia firmom korzystanie ze zróżnicowanych źródeł funduszy,
- łatwość pozyskiwania różnych informacji ekonomicznych na skutek wzrostu stopnia komputeryzacji oraz upowszechniania się internetu,
- rozwój rynków kapitałowych, co powoduje nieograniczony dostęp do coraz to bardziej innowacyjnych instrumentów finansowych,
- wzrost popularności form zbiorowego inwestowania i rosnące znaczenie inwestorów instytucjonalnych, co zmniejsza w przedsiębiorstwach bariery dostępu do długoterminowych źródeł kapitału.

Cechy te powodują, że od zarządzającego współczesnym przedsiębiorstwem wymaga się rozległej wiedzy nie tylko na temat zasad zarządzania firmą, ale również funkcjonowania rynku kapitałowego, zachowania się akcjonariuszy (udziałowców) i innych grup zainteresowanych funkcjonowaniem przedsiębiorstwa (*stakeholders*), a także obejmującej umiejętność analizy zależności makroekonomicznych. Niezbędne jest również poznanie odpowiednich metod ułatwiających podejmowanie decyzji o finansowaniu przedsię-

biorstwa, szczególnie w warunkach niepewności jego działania i w turbulentnym otoczeniu [Antkiewicz, 2002, s. 9]. Ponadto, w takich okolicznościach ekonomicznych wybór odpowiednich źródeł finansowania przedsiębiorstw staje się niezwykle trudnym procesem decyzyjnym. Mimo istnienia w zagranicznej i krajowej literaturze przedmiotu wielu teorii dotyczących ustalania optymalnej struktury finansowania, w rzeczywistości gospodarczej dobór funduszy wydaje się przypadkowy, subiektywny i niezwiązany z tymi teoriami. Zatem rolą teorii jest raczej śledzenie zmian w sposobach finansowania przedsiębiorstw funkcjonujących w różnych warunkach makroekonomicznych i na tej podstawie poszukiwanie optymalnej struktury kapitałowej, a nie arbitralne narzucanie rozwiązań, które w danych okolicznościach ekonomicznych nie byłyby sprawdzalne. Tak więc to dobra praktyka powinna modyfikować teorię finansowania przedsiębiorstw i implikować jej rozwój, a nie odwrotnie — teoria ma kształtować praktykę. Teorie są narzędziem pomagającym zrozumieć proces finansowania, decyzje dotyczące struktury podejmuje się jednak na podstawie własnych doświadczeń, znajomości przeszłości i perspektyw przedsiębiorstwa [Antkiewicz, 2002, s. 129].

Celem niniejszego artykułu jest zatem przedstawienie sposobów finansowania rozwoju polskich przedsiębiorstw pod koniec XX wieku i na początku nowego stulecia, które ewokowały na skutek ciągłych zmian w warunkach makroekonomicznych funkcjonowania podmiotów oraz na skutek rozwoju wiedzy menedżerów i zmian w priorytetach działalności firm w Polsce. Tak postawiony cel analityczny pracy może być pomocny w wypracowaniu wstępnych założeń teorii finansowania przedsiębiorstw w warunkach transformacji ekonomicznej kraju ich funkcjonowania.

1. Sposoby finansowania przedsiębiorstw w Polsce

Pojęcie finansowania działalności gospodarczej przedsiębiorstw jest różnie definiowane w literaturze przedmiotu. Najczęściej przez finansowanie rozumie się działania podejmowane przez zarządzających firmą w celu pozyskania kapitału w formie pieniężnej lub rzeczowej, który będzie zaangażowany w aktywa podmiotu gospodarczego, czyli umożliwi pokrycie potrzeb inwestycyjnych i ułatwi realizację działalności operacyjnej (bieżącej). Można zatem stwierdzić, że finansowanie to zabezpieczenie kapitałów na przetrwanie i efektywny rozwój przedsiębiorstwa. Tak więc, finansowanie w najszerszym ujęciu obejmuje, poza pozyskiwaniem kapitału, również decyzje prowadzące do stosownego wykorzystania funduszy, w tym między innymi do utrzymania równowagi finansowej firmy, wyboru stosowanych metod regulowania wydatków, korzystnej lokaty wolnych środków pieniężnych itp. [Antkiewicz, 2002, s. 12].

Inni autorzy podkreślają, że finansowanie obejmuje decyzje firmy dotyczące wyboru źródeł finansowania projektów inwestycyjnych, struktury kapitałowej podmiotu, a także decyzje dotyczące dywidend, czyli określające proporcje podziału zysku [Jajuga, Słoński, 1997, s. 8]. Oceniając sposoby finansowania

wania przedsiębiorstw, będziemy się opierać na tej definicji, czyli przede wszystkim uwaga nasza będzie się koncentrować na strukturze kapitałowej firmy, czyli na źródłach finansowania przedsięwzięć wspomagających wzrost i rozwój podmiotów gospodarczych.

Struktura kapitałowa przedsiębiorstwa jest ściśle związana z rodzajami źródeł finansowania. Są one dzielone w zależności od zróżnicowanych kryteriów. W analizach empirycznych najczęściej bada się i opisuje kapitały w zależności od miejsca ich pochodzenia. Jeśli przedsiębiorstwo pozyskuje kapitały od podmiotów działających w jego otoczeniu, mówi się o finansowaniu zewnętrznym, natomiast jeśli fundusze pokrywające potrzeby firmy zostają wypracowane w jej działalności bieżącej — mowa jest o finansowaniu wewnętrznym. Ponadto zewnętrzne źródła finansowania dzielone są na własne — pochodzące od właścicieli przedsiębiorstwa, oraz obce — pozyskiwane od wierzycieli.

Najszerzy podział źródeł finansowania zaprezentowała w swoim opracowaniu J. Ickiewicz [1996, s. 96]. I tak, do zewnętrznego finansowania własnego autorka zaliczyła takie źródła kapitału, jak środki pochodzące z emisji akcji czy też ze zwiększenia wartości udziałów. Do zewnętrznego finansowania obcego zaliczamy z kolei kredyty, pożyczki i środki pochodzące z emisji dłużnych papierów wartościowych, głównie obligacji korporacyjnych. Natomiast finansowanie wewnętrzne obejmuje zysk zatrzymany oraz środki pochodzące z uwalniania się kapitału rzeczowego przedsiębiorstwa, takie jak odpisy amortyzacyjne, fundusze powstałe ze sprzedaży zbędnych aktywów trwałych i przyspieszenia rotacji aktywami obrotowymi.

W światowej literaturze przedmiotu oraz w praktyce przedsiębiorstw funkcjonujących na rynkach rozwiniętych zauważa się, że pierwszym i podstawowym źródłem, do jakiego sięgają firmy w celu sfinansowania swojej działalności bieżącej i rozwojowej, są zyski zatrzymane, czyli wewnętrzny kapitał własny. Czy również taką prawidłowość da się zaobserwować w polskich podmiotach gospodarczych? Dane statystyczne GUS wskazują, że nie. Zdecydowanie pod koniec lat dziewięćdziesiątych najważniejszym źródłem finansowania polskich przedsiębiorstw stały się wszelkiego typu zobowiązania, a w nich głównie kredyty bankowe (por. tabela 1).

Tabela 1.

Struktura źródeł finansowania polskich przedsiębiorstw w latach 1996–2000

Wyszczególnienie	1996	1997	1998	1999	2000
Kapitał własny (w mld zł)	329,48	359,00	388,77	390,74	417,05
— w tym: zysk netto	9,87	13,59	5,08	0,78	6,31
Zobowiązania ogółem (w mld zł)	201,53	281,08	352,57	419,52	469,98
Zobowiązania kredytowe (w mld zł)	63,44	85,75	110,35	126,01	138,83
Udział kapitału własnego w pasywach ogółem (w %)	62,1	56,1	52,4	48,2	47,0

Wyszczególnienie	1996	1997	1998	1999	2000
Udział zysku netto w pasywach ogółem (w %)	1,9	2,1	0,7	0,1	0,7
Udział zobowiązań ogółem w pasywach ogółem (w %)	37,9	43,9	47,6	51,8	53,0
Udział zobowiązań długoterminowych w zobowiązaniach ogółem (w %)	29,8	29,8	30,6	31,5	31,5
Udział kredytu długoterminowego w zobowiązaniach ogółem (w %)	59,5	59,0	56,6	56,3	52,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Rocznika Statystycznego GUS*, Warszawa 2001, s. 461, 463.

Z podobnym wnioskiem można się zapoznać, analizując badania ankietowe przeprowadzone w 1999 roku przez Zespół Statystyki Podmiotów Niefinansowych Departamentu Statystycznego NBP na próbie 293 przedsiębiorstw. Odsetek podmiotów korzystających z kredytu w badanej grupie wyniósł aż 87%, a udział kredytów w strukturze źródeł finansowania ankietowanych przedsiębiorstw w Polsce pod koniec lat dziewięćdziesiątych wynosił 55%. Wnioskować z tego można, że polskie firmy były pod koniec lat dziewięćdziesiątych w znacznym stopniu uzależnione od zewnętrznych obcych źródeł finansowania swojej działalności bieżącej i rozwojowej. W tym samym okresie obserwowany był również spadek akumulacji finansowej przedsiębiorstw, co powodowało, że średnio jedynie 7,5% badanych podmiotów posiadało niezależność finansową i było w stanie pokrywać swoje wydatki operacyjne oraz inwestycyjne wyłącznie ze środków własnych [Boguszewski, Sawicka, Puchalska, Kocięcki, Jankiewicz, 1999, s. 93–94]. Można zatem stwierdzić, że przeciętnie co trzynaste przedsiębiorstwo w Polsce potrafiło całkowicie pokrywać swoje potrzeby finansowe kapitałami wewnętrznymi. Pozostałe firmy były w mniejszym lub większym stopniu zmuszone korzystać z zewnętrznych źródeł kapitału, głównie obcego, cechującego się większym ryzykiem finansowym, w tym aż ponad 55% przedsiębiorstw wymagało całkowitego wsparcia swojej działalności środkami zewnętrznymi.

Badania ankietowe zespołu NBP pozwoliły wydzielić źródła finansowania działalności bieżącej oraz działalności inwestycyjnej polskich przedsiębiorstw (por. tabele 2. i 3.). Podstawowym rodzajem kapitału, który finansuje aktywność operacyjną przedsiębiorstw w Polsce jest kredyt krótkoterminowy, głównie operacyjny lub w rachunku bieżącym. Prawie 1/3 kapitałów finansujących działalność bieżącą stanowią odpisy amortyzacyjne, które z definicji powinny przede wszystkim wspomagać finansowanie inwestycji, szczególnie odtworzeniowych, a nie wspomagać działalność bieżącą. Takie podejście zarządzających przedsiębiorstwami sugeruje, iż ważniejszym celem zarządzania finansami w praktyce polskich firm jest dążenie do utrzymania płynności finansowej, a nie podejmowanie inwestycji, które wspomagałyby realizację kreowania wartości podmiotu w długim okresie. Wniosek

ten potwierdza także znaczące wykorzystywanie zysku operacyjnego do pokrywania bieżących potrzeb finansowych oraz niewielkie wykorzystywanie zobowiązań bieżących (handlowych). Należy w tym miejscu pamiętać, że im wyższe byłyby zobowiązania handlowe, tym bardziej zmniejszyłyby się stopień płynności finansowej podmiotu gospodarczego.

Tabela 2.

Struktura źródeł finansowania działalności operacyjnej polskich przedsiębiorstw pod koniec lat dziewięćdziesiątych

Źródło finansowania	Zysk operacyjny	Amortyzacja	Kredyt krótkoterminowy	Zobowiązania handlowe	Inne
Udział w %	25	30	35	5	5

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Boguszewski, Sawicka, Puchalska, Kocięcki, Jankiewicz, 1999, s. 94].

Z kolei najważniejszym źródłem finansowania działalności inwestycyjnej polskich przedsiębiorstw pod koniec lat dziewięćdziesiątych były kapitały wewnętrzne pochodzące z uwalniania się kapitału rzeczowego firmy, czyli przede wszystkim amortyzacja. Taki dobór źródeł finansowania ograniczał ekspansję inwestycyjną przedsiębiorstw, co prowadziło do realizacji jedynie przedsięwzięć odtworzeniowych i w niewielkim stopniu modernizacyjnych, a ograniczało inwestycje nowe. Ciekawym spostrzeżeniem jest fakt, że jeśli nadwyżka finansowa (przepływy pieniężne) zostanie zdefiniowana jako łączna wartość zysku i amortyzacji, to przeciętnie stanowi 60% udziału w strukturze funduszy finansujących przedsięwzięcia rozwojowe przedsiębiorstw w Polsce. Jednakże, jak wskazują wyniki cytowanych tutaj badań, jedynie około 17% firm traktuje to jako źródło podstawowe finansowania inwestycji. Długoterminowy kredyt bankowy, mimo że stanowi średnio jedynie 20% udziału w strukturze zasileń finansowych przedsięwzięć rozwojowych, był podstawowym lub jedynym źródłem finansowania prawie co czwartego przedsiębiorstwa.

Tabela 3.

Struktura źródeł finansowania działalności inwestycyjnej polskich przedsiębiorstw pod koniec lat dziewięćdziesiątych

Źródło finansowania	Zysk zatrzymany	Amortyzacja	Kredyt długoterminowy	Emisja akcji	Emisja obligacji	Inne
Udział w %	25	35	20	5	2	13

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Boguszewski, Sawicka, Puchalska, Kocięcki, Jankiewicz, 1999, s. 94].

Okazuje się, że dla polskich firm dość ważnym źródłem finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych są źródła inne, do których zaliczono między innymi pozabankowe pożyczki długoterminowe, zaciągane głównie od innych

podmiotów gospodarczych. Efekt ten jest prawdopodobnie związany z większą łatwością dostępu do tej formy kapitału (niższe wymagania formalne pożyczkodawców niż banku). Jednakże mimo wysokiego wskaźnika udziału tej formy kapitału w strukturze źródeł finansowania, okazuje się, że jest on jedynym albo najważniejszym sposobem pokrycia potrzeb inwestycyjnych dla niespełna 4% przedsiębiorstw. Tak więc z tej formy kapitału mogą korzystać jedynie przedsiębiorstwa silne ekonomicznie, wiarygodne finansowo w oczach pożyczkodawców oraz charakteryzujące się wysoką zdolnością do terminowej spłaty zaciąganych zobowiązań.

Ciekawym obszarem badawczym jest analiza zmian źródeł finansowania, a szczególnie odchodzenia od tradycyjnych form kapitału, jakimi są zysk, amortyzacja i kredyt i dochodzenie do bardziej nowoczesnych źródeł funduszy, jakimi są środki pozyskane z emisji różnego typu papierów wartościowych, zarówno o charakterze właścicielskim (akcje), jak i wierzycielskim (obligacje). Jak wskazują doświadczenia firm działających w gospodarkach rozwiniętych, w wyniku znaczącego rozwoju i dominacji rynku kapitałowego w gospodarce większość przedsiębiorstw coraz częściej korzysta z tych źródeł finansowania, szczególnie działalności rozwojowej. Niestety, jak wskazują dane statystyczne oraz cytowane tu badania z końca lat dziewięćdziesiątych, te sposoby pozyskiwania długoterminowego zasilania finansowego stosowano w polskich przedsiębiorstwach relatywnie rzadko. Kapitał z emisji akcji i obligacji stanowił łącznie 15% udziału w strukturze funduszy finansujących przedsięwzięcia badanych firm, a jedynie dla 9% ankietowanych sposoby te były zasadniczymi źródłami kapitału. Zdaniem S. Antkiewicza [2002, s. 143] fakt ten jest jednym z argumentów potwierdzających hipotezę o niedorozwoju polskiego rynku akcji i obligacji, a w konsekwencji o niemożności pełnego wykorzystania teorii struktury kapitałowej w przedsiębiorstwach działających w Polsce. Argument ten wydaje się na tyle istotny i ciekawy, że w dalszej części artykułu zajmiemy się nim bardziej szczegółowo, posiłkując się danymi zebranymi przez S. Antkiewicza [2002, s. 144–160].

2. Finansowanie rozwoju przedsiębiorstw w Polsce kapitałem z emisji papierów wartościowych

W okresie wzrostu znaczenia procesów integracji ze strukturami europejskimi oraz w warunkach globalizacji i informatyzacji gospodarki światowej polskie przedsiębiorstwa potrzebują rozwiniętego rynku akcji, gdyż w większym stopniu, niż na przykład rynek kredytów i pożyczek, umożliwia im on finansowanie przedsięwzięć rozwojowych o wyższym stopniu ryzyka. Szczególnie zainteresowane tą formą finansowania są młode firmy prywatne średniej wielkości oraz były przedsiębiorstwa państwowe lub spółki Skarbu Państwa wymagające restrukturyzacji. Ponadto finansowanie zewnętrznym kapitałem własnym powinno sprzyjać oczekiwanemu dokapitalizowaniu polskich podmiotów gospodarczych.

Koniec lat dziewięćdziesiątych przyniósł istotne zmiany w tempie rozwoju polskiego rynku akcji i jego znaczenia dla długoterminowego finansowania przedsiębiorstw. Drastycznie wyhamowano liczbę spółek debiutujących na giełdzie — od 81 w 1997 roku do 15 w 1999 roku. Zmniejszyła się wartość publicznych ofert sprzedaży akcji z prawie 7,5 mld zł w 1997 roku do 4,76 mld zł w 1999 roku. W tym samym czasie następowało również zwiększanie się liczby spółek, których akcje zostały wycofane z obrotu na giełdzie — od 3 w 1997 roku do 9 w 1999 roku. Można z danych tych wysnuć wnioski, że przez pierwszych pięć lat swojego istnienia instytucjonalny polski rynek kapitałowy cechował się znaczną ilościową chłonnością na akcje polskich firm, zarówno w kraju, jak i za granicą. Znacząco zwiększyła się do tego czasu także wartość środków pozyskiwanych na rynku kapitałowym, ale mniej niż połowa tych środków wpłynęła do sektora realnego. Większość konsumował budżet państwa, dokonując prywatyzacji spółek Skarbu Państwa. Warto jednak zauważyć, że w końcu lat dziewięćdziesiątych stopniowo zaczął się zmniejszać udział środków finansowych pochodzących z emisji akcji, które trafiały do budżetu (w 1999 r. — 45,4%, a w 1997 roku — prawie 55%). Można zatem stwierdzić, że mimo coraz mniejszej liczby debiutujących na giełdzie spółek oraz niższej wartości publicznie sprzedawanych akcji, coraz większa liczba środków finansowych trafia bezpośrednio do zainteresowanych, czyli przedsiębiorstw pozyskujących kapitał z emisji akcji. Rekordowy pod tym względem był rok 1999, kiedy to spółki pozyskały z rynku publicznego kapitały o wartości prawie 2 mld zł, co stanowiło ponad 40% wszystkich zmobilizowanych przez nie środków, podczas gdy w dwóch latach wcześniejszych było to niespełna 25%. Pod koniec lat dziewięćdziesiątych kapitalizacja polskiego rynku akcji wyniosła ponad 125 mld zł i stanowiła w relacji do produktu krajowego brutto (PKB) udział ponad 20-procentowy.

Rekapitulując te dane i informacje, należy stwierdzić, że pozyskiwanie kapitału drogą emisji akcji ciągle nie stanowi kluczowego długoterminowego źródła finansowania przedsiębiorstw w Polsce, szczególnie ich przedsięwzięć rozwojowych. W najbliższym okresie nic nie zapowiada zmiany tego trendu, szczególnie gdy uwzględni się malejące zaufanie inwestorów do nabywania akcji. Należy także zwrócić uwagę na fakt zmniejszania się liczby spółek na rynku giełdowym, co jest wynikiem ich łączenia się lub wycofywania z obrotu publicznego przez dominującego akcjonariusza (inwestora strategicznego). Poprawa tej mało korzystnej sytuacji mogłaby nastąpić, gdyby spółki adresowały emisje swoich akcji do takich inwestorów instytucjonalnych, jak towarzystwa emerytalne i fundusze inwestycyjne oraz bardziej efektywnie realizowały strategię nastawioną na kreowanie wartości dla właścicieli, co pozwalałoby odzyskać zaufanie inwestorów indywidualnych do rynku akcji. Jednym z objawów takiej strategii mogłoby być wypracowanie zasad stałej polityki wypłat dywidend¹. Warto w tym miejscu zauważyć, że

¹ Więcej o polityce wypłat dywidend w polskich spółkach publicznych w: A. N. Duraj [2002, s. 144-154].

wyłącznie dojrzały i szeroki rynek kapitałowy może zapewnić „skonsumowanie” przez polską gospodarkę zalet systemu emerytalnego i zwiększonej przez niego masy oszczędności. Wskazane jest, aby jak największa część aktywów funduszy emerytalnych oraz funduszy inwestycyjnych mogła być zamieniona na kapitał wykorzystywany przez polskie przedsiębiorstwa do prowadzenia swej działalności [Antkiewicz, 2002, s. 146]. Jak bowiem wykazuje S. Antkiewicz [2002, s. 146], fundusze emerytalne i inwestycyjne dysponują kapitałem długoterminowym, który powinien stanowić bazę dla szerszego uruchomienia długoterminowego finansowania, którego brakuje polskim podmiotom gospodarczym.

Podobnie jak w przypadku emisji akcji przedstawia się sytuacja polskich przedsiębiorstw na rynku dłużnych papierów wartościowych, głównie obligacji korporacyjnych. Segment rynku kapitałowego związany z długoterminowymi obligacjami przedsiębiorstw jest jednym ze słabiej rozwiniętych w Polsce, a do połowy lat dziewięćdziesiątych praktycznie nie istniał. Jest to tym bardziej zastanawiające, że w krajach rozwiniętych ekonomicznie obligacje obok akcji i kredytów są jednym z trzech podstawowych źródeł kapitału inwestycyjnego dla podmiotów gospodarczych. Zdaniem M. Duszy [1999, s. 193], słaby rozwój tego rynku wynika z tego, że jego rolę przejął rynek krótkoterminowych papierów dłużnych. Jednakże polskie regulacje prawne oraz sytuacja na rynku kredytów powinna wzmacniać zainteresowanie menedżerów tą formą pozyskiwania kapitału. Poza tym emisja obligacji nie powoduje jak w przypadku emisji akcji rozwodnienia akcjonariatu czy też rozdrabniania kapitału i obniżania wskaźników wartości dla właścicieli, takich jak na przykład relacja zysku na jedną akcję. Tak więc można stwierdzić, że istnieje perspektywa rozwoju rynku pozyskiwania kapitału przez polskie przedsiębiorstwa drogą emisji obligacji.

Tabela 4.

Liczba emitentów i zadłużenie przedsiębiorstw w Polsce z tytułu emisji obligacji a zadłużenie kredytowe w latach 1997–2000

Wyszczególnienie	1997	1998	1999	2000
Zadłużenie z tytułu emisji obligacji (w mld zł)	0,56	1,36	1,90	2,14
Liczba emitentów	19	38	16	12
Zadłużenie kredytowe (w mld zł)	85,75	110,35	126,01	138,83

Źródło: [„Nasz Rynek Kapitałowy”, 2000 nr 3 oraz *Rocznik Statystyczny GUS 2001*, s. 463].

Wzrost zainteresowania tym źródłem kapitału w polskiej rzeczywistości gospodarczej da się zaobserwować od 1995 roku, czyli od momentu uchwalenia ustawy o obligacjach, ale większą dynamikę odnotowano na nim dopiero od 1999 roku. Sądzi się, że było to związane ze stopniowym obniżaniem się inflacji oraz rynkowych stóp procentowych, co jednak w mniejszym stopniu przekładało się na spadek stóp oprocentowania kredytów niż tego oczekiwa-

no. Menedżerowie w związku z tym zaczęli poszukiwać tańszych od kredytów obcych źródeł finansowania inwestycji. W dużym stopniu wzrost zainteresowania długoterminowymi dłużnymi papierami wartościowymi związany był z emisją obligacji zamiennych, a w mniejszym stopniu obligacjami klasycznymi, chociaż jak twierdzi A. Szczecińska [„Rzeczpospolita”, 17.01.2000], koniec lat dziewięćdziesiątych cechował się obniżeniem dominacji obligacji zamiennych nad tradycyjnymi. I tak, podczas gdy w 1998 roku jedynie 11 przedsiębiorstw wyemitowało obligacje klasyczne, a 27 obligacje zamienne, już dwa lata później na 12 emisji obligacji aż 11 dotyczyło ich formy tradycyjnej. Jednakże należy w tym miejscu zwrócić uwagę, iż łączna wartość kapitału pozyskanego drogą emisji wszelkiego typu obligacji, mimo że rosła z roku na rok, nadal była istotnie niższa od wartości zaciągniętych długoterminowych kredytów bankowych (por. tabela 4.).

Warto w tym miejscu podkreślić jeszcze jedną cechę polskiego rynku obligacji przedsiębiorstw. Znacznie większe środki finansowe pozyskały tym sposobem polskie firmy z emisji obligacji za granicą [Antkiewicz, 2002, s. 157–158]. Było to związane z faktem relatywnie niższego ich oprocentowania oraz długiego okresu zapadalności. Ponadto należy pamiętać, iż sytuacja mocnego złotego względem dolara, a przede wszystkim euro (podstawowa waluta emisji obligacji na rynkach zagranicznych), pozwala, jak się szacuje, zaoszczędzić polskim emitentom od kilku do kilkunastu milionów złotych rocznie. Oczywiście deprecjacja złotego prowadzi do adekwatnych strat z tytułu różnic kursowych [Siudaj, 2000]. Trzeba w tym miejscu stwierdzić, że okresowa aprecjacja złotego jest związana z rosnącym popytem spekulacyjnym na polskie rządowe dłużne papiery wartościowe. W warunkach obniżającej się inflacji w Polsce rosną oczekiwania inwestorów na obniżkę przez Radę Polityki Pieniężnej stóp procentowych, a oczekiwania te zwiększają popyt na papiery wartościowe, które mogą zapewnić w przyszłych latach odpowiednią realną stopę zwrotu. Inwestorzy zagraniczni poprzez popyt spekulacyjny umacniają walutę krajową i, jak stwierdziliśmy wcześniej, dają emitentom obligacji możliwość obniżenia kosztu pozyskiwanego tą drogą kapitału.

Analizując dane statystyczne oraz informacje zawarte w licznych artykułach prasowych oraz literaturze przedmiotu, można wypracować następujące wnioski dotyczące emisji obligacji jako źródła finansowania działalności polskich przedsiębiorstw. Po pierwsze, rynek obligacji lepiej rozwinął się w przypadku obligacji zamiennych niż tradycyjnych, choć okres konwersji tych pierwszych jest znacznie krótszy niż na rynkach rozwiniętych, co może sugerować niepełny rozwój polskiego rynku kapitałowego, na którym inwestorzy podejmują swoje decyzje inwestycyjne na relatywnie krótszy okres. Po drugie, wartość wyemitowanych obligacji jest najczęściej proporcjonalna do wielkości przedsiębiorstwa-emitenta. W firmach dużych emisje często sięgają kwot około 100 mln zł, natomiast w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw nie przekraczają one kilkunastu milionów złotych. Mamy zatem w Polsce do czynienia ze znaczną polaryzacją wartości emisji. Po trzecie,

emisje obligacji polskich przedsiębiorstw mają najczęściej charakter niepubliczny, w związku z tym nieznanymi są ich nabywcy. Można jedynie zaobserwować, że obligacje tradycyjne są nabywane głównie przez inne podmioty powiązane kapitałowo z emitentem, natomiast obligacje zamienne kupują przede wszystkim menedżerowie przedsiębiorstw je emitujących oraz dotychczasowi jego akcjonariusze (udziałowcy). Po czwarte, wysokie realne stopy procentowe są głównym czynnikiem słabego rozwoju całego rynku obligacji przedsiębiorstw w Polsce [Antkiewicz, „Prawo i Gospodarka”, 30.10.2000]. Powoduje to, że emitenci ze względu na koszt pozyskiwanego kapitału preferują emisję obligacji zamiennych, które są zdecydowanie niższe oprocentowane (najczęściej nie więcej niż 5% rocznie). W Polsce w większości przypadków oprocentowanie obligacji klasycznych jest związane ze stopą rentowności bonów skarbowych lub stawką WIBOR, powiększoną o dodatkową marżę. Stopy te są w naszym kraju na relatywnie wysokim realnym poziomie, co powoduje wzrost kosztów pozyskanego kapitału u emitentów. Tak więc, relatywnie wysoki poziom realnych rynkowych stóp procentowych powoduje zaburzenia w rozwoju segmentów rynku obligacji przedsiębiorstw w Polsce, co nie jest spotykane na rozwiniętych rynkach kapitałowych, gdzie dominują obligacje tradycyjne, a nie zamienne [Antkiewicz, 2002, s. 160]. Po piąte, obligacje zamienne są ściśle związane z jakością rynku akcji. Zauważalny aktualnie w skali globalnej spadek zaufania inwestorów do rynku akcji, wywołany efektami tzw. kreatywnej rachunkowości i skutkujący między innymi falą bankructw wielkich korporacji amerykańskich, wpływa także na spadek zainteresowania przedsiębiorstw obligacjami, szczególnie zamiennymi. Aby podjąć decyzję nabycia nowych emisji tych obligacji, inwestorzy oczekiwali będą relatywnie większego ich oprocentowania, które — jak się szacuje — powinno być zbliżone do oprocentowania kredytów bankowych. Wówczas jednak koszt pozyskania kapitału z emisji obligacji nie dawałby przewagi nad innymi obcymi źródłami funduszy długoterminowych. Po szóste w końcu, podkreśla się, że liczba i wartość emisji obligacji jako źródła finansowania rozwoju przedsiębiorstw w Polsce może się znacząco poprawić w kolejnych latach nowego stulecia, jeśli nastąpi zwiększenie zainteresowania długoterminowymi papierami dłużnymi ze strony otwartych funduszy emerytalnych i funduszy inwestycyjnych [Siudaj, 2000].

3. Finansowanie rozwoju przedsiębiorstw w doświadczeniach zagranicznych

Mimo rozbudowanych i powszechnie dobrze opisanych teorii optymalizacji źródeł finansowania, ich obserwacja w praktyce przedsiębiorstw z krajów o rozwiniętej gospodarce rynkowej potwierdza hipotezę o subiektywnym podejmowaniu decyzji finansowych przez zarządzających firmami. Jednakże w sposobach finansowania działalności rozwojowej podmiotów gospodar-

czych można zaobserwować pewne stałe elementy, niezależne od kraju ich występowania.

W przedsiębiorstwach amerykańskich dominującym źródłem finansowania (ponad 80% udziału w strukturze kapitałów) są fundusze wewnętrzne, głównie zysk zatrzymany i dodatnie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej. Jak podają S. A. Ross, R. W. Westerfield i B. D. Jordan [1999, s. 561], średni wskaźnik zadłużenia pasywów w 15 branżach sektora przemysłowego w Stanach Zjednoczonych wynosi 27,5%, tak więc finansowanie kapitałem własnym stanowi przeciętnie ponad 70% środków przeznaczonych na wzrost i rozwój przedsiębiorstw działających w tym kraju. Zatem korporacje amerykańskie (a są to głównie spółki giełdowe) starają się posiadać względnie niskie wskaźniki dźwigni finansowej (zadłużenia kapitału własnego). Tabela 5. przedstawia średnie wskaźniki długu oraz zadłużenia kapitału własnego dla różnych gałęzi gospodarki Stanów Zjednoczonych.

Tabela 5.

Struktura kapitału przedsiębiorstw różnych branż przemysłu amerykańskiego pod koniec lat dziewięćdziesiątych

Branża	Wskaźnik zadłużenia pasywów (w %)	Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego (w %)
Przemysł mleczarski	13,57	15,73
Przemysł odzieżowy	18,58	22,83
Przemysł papierniczy	28,98	40,82
Przemysł farmaceutyczny	3,15	3,25
Rafinacja ropy naftowej	31,03	45,00
Przemysł obuwniczy	4,67	4,90
Przemysł hutniczy	32,98	49,21
Produkcja komputerów	5,91	6,28
Transport (bez linii lotniczych)	25,74	31,73
Produkcja samolotów	34,56	52,89
Linie lotnicze	43,81	89,41
Spółki medialne	58,38	141,00
Przemysł elektryczny	51,01	104,00
Handel detaliczny	38,74	63,23
Gastronomia	22,65	29,29

Źródło: [Ross, Westerfield, Jordan, 1999, s. 561].

Z tabeli 5. wynika duże zróżnicowanie podanych wielkości pomiędzy różnymi branżami. Przemysł farmaceutyczny, komputerowy i obuwniczy prawie w ogóle nie korzystają z zadłużenia, natomiast firmy sektora medialnego

i przemysłu elektrycznego (w tym produkcja i sprzedaż energii elektrycznej) są relatywnie silnie zadłużone. Te dwie gałęzie przemysłu amerykańskiego są jedynymi, w których wielkość długu długoterminowego przekracza wartość kapitału własnego — we wszystkich pozostałych widać większe zaufanie do kapitału własnego, głównie wewnętrznego, niż do zadłużenia. Można w tym miejscu postawić wstępne pytanie badawcze, że być może na skutek relatywnie większego zadłużenia firm tych dwóch sektorów oraz stosowania w nich tzw. kreatywnej rachunkowości one pierwsze drastycznie obniżyły swoją wartość na rynku i zaczęły bankrutować w latach 2001–2002.

Jeśli w przemyśle amerykańskim dominuje kapitał własny jako podstawowe źródło finansowania, to część potrzeb kapitałowych przedsiębiorstw musi być także pokrywana z emisji akcji. Szacuje się, że kapitał akcyjny stanowi 20% sumy funduszy finansujących inwestycje firm amerykańskich [Antkiewicz, 2002, s. 130]. Jeśli jest mowa o zadłużeniu, to głównym źródłem kapitału obcego przedsiębiorstw amerykańskich są środki pochodzące z emisji obligacji (około 25% sumy kapitałów).

W literaturze przedmiotu sugeruje się, że w latach dziewięćdziesiątych jednym z głównych czynników sprawczych większego finansowania rozwoju przedsiębiorstw w Stanach Zjednoczonych wewnętrznym kapitałem własnym niż innymi źródłami funduszy była dobra koniunktura w gospodarce tego kraju, rozpoczęta jeszcze w latach osiemdziesiątych. Na początku nowego stulecia daje się zaobserwować wzrost stopnia zadłużenia przedsiębiorstw amerykańskich, ale nadal długi nie stanowią przeciętnie ponad 50% udziału w strukturze kapitałów długoterminowych. Można z tego domniemywać, iż w okresach recesji rośnie znaczenie kapitałów obcych w finansowaniu rozwoju przedsiębiorstw. Być może taka sytuacja wynika z teorii asymetrii informacji na rynkach kapitałowych i teorii sygnałów. Inwestorzy, podejmując swoje decyzje w warunkach recesji, nie widzą wyraźnych perspektyw wzrostu i rozwoju przedsiębiorstwa. Powoduje to spadek zaufania do rynku akcji i utrudnia firmom uplasowanie na nim kolejnych emisji. Ponadto przy obniżaniu się rynkowej wartości przedsiębiorstw inwestorzy, chcąc otrzymywać tę samą stopę zwrotu co w sytuacji koniunktury, oczekują większych wypłat dywidend. Powoduje to spadek zysków zatrzymanych, liczonych i tak od coraz niższej wartości zysków po opodatkowaniu. Zatem w takich okolicznościach przedsiębiorstwa, chcąc sfinansować swoje przedsięwzięcia, są zmuszone sięgać do obcych źródeł kapitału.

Można także sytuację tę ocenić inaczej. W warunkach recesji następuje najczęściej obniżka rynkowych stóp procentowych, która ma wzmacniać inwestycyjny popyt na pieniądź. Ze względu na chęć poszukiwania przez przedsiębiorstwa kapitałów o jak najmniejszym ich koszcie, przy malejącej stopie oprocentowania kredytów firmy coraz częściej sięgają po obce fundusze. W warunkach recesji bowiem drożeje kapitał własny (właściciele, utrzymując swoje aktywa w warunkach podwyższonego ryzyka inwestycyjnego, oczekują w zamian coraz większych stóp zwrotu), a relatywnie taniej kapitał

obcy. Oczywiście taka sytuacja dotyczy głównie tych przedsiębiorstw, które w okresach koniunktury gospodarczej finansowały się kapitałem własnym lub kapitałem hybrydowym (np. obligacje zamienne) i nie cechują się w związku z tym istotnym ryzykiem dźwigni finansowej.

Obserwacje rynku amerykańskiego oraz wynikające z nich spostrzeżenia znajdują swoje potwierdzenie również w innych krajach rozwiniętych (por. tabela 6.).

Tabela 6.

Struktura źródeł kapitałów finansujących rozwój przedsiębiorstw w wybranych krajach (średnie dane w % dla lat dziewięćdziesiątych)

Źródła finansowania	USA	Wielka Brytania	Niemcy	Japonia	Francja	Kanada
Finansowanie wewnętrzne	82,8	68,3	65,5	71,3	54,0	58,3
Finansowanie zewnętrzne	17,2	31,7	34,5	28,7	46,0	41,7

Źródło: [Antkiewicz, 2002, s. 130].

Oczywiście, rozpatrując szczegółowo dane z tabeli 6., można dojść do wniosku, że jedynie przedsiębiorstwa w Stanach Zjednoczonych potrafiły praktycznie w całości finansować swoje przedsięwzięcia kapitałem wewnętrznym. W pozostałych wybranych krajach udział tego kapitału wynosił przeciętnie 60%. Można zatem stwierdzić, że w podanych tu pięciu państwach o rozwiniętej gospodarce rynkowej udział zewnętrznych źródeł finansowania wzrostu i rozwoju przedsiębiorstw jest dwukrotnie większy niż w Stanach Zjednoczonych i stanowi około 1/3 kapitałów firmy.

Podsumowanie

Z zaprezentowanych danych oraz obserwacji wynika, iż struktura finansowania wzrostu i rozwoju polskich podmiotów gospodarczych istotnie odbiega od doświadczeń przedsiębiorstw działających w krajach o rozwiniętej gospodarce rynkowej. Ponadto prowadzone w naszym kraju badania tej problematyki są nieliczne i o niewielkim zasięgu, co utrudnia zrozumienie podstawowych determinant wpływających na kształtowanie sposobu finansowania rozwoju firm w Polsce w warunkach stale zmieniającego się otoczenia makroekonomicznego. Prawdopodobne przyczyny tego stanu rzeczy związane są między innymi z tym, iż głównym punktem zainteresowania menedżerów polskich firm w zarządzaniu finansami jest troska o zachowanie płynności finansowej, co wydaje się być naczelną cechą transformującej się gospodarki. Bieżące problemy finansowania działalności operacyjnej są bardziej istotne niż optymalne pozyskiwanie długoterminowych kapitałów na rozwój firmy. Można łatwo stwierdzić, że zdaniem menedżerów, jeśli nie zostanie utrzymana bieżąca płynność finansowa podmiotu gospodarczego, to i tak nie ma sensu poszukiwać optymalnej struktury funduszy, które finansowałyby jego rozwój,

jeśli będzie on ograniczony ze względu na trudności w działalności operacyjnej.

Poza tym problemy związane z rozwijającym się rynkiem kapitałowym w Polsce, relatywnie niewielka jego kapitalizacja, ograniczone uczestnictwo na nim inwestorów instytucjonalnych, głównie funduszy emerytalnych, nie pozwalają wypracować jednoznacznych modeli finansowania firm w naszym kraju oraz nie pozwalają wiarygodnie sprawdzić efektywności teorii struktury kapitału powszechnie opisywanej w krajowej i międzynarodowej literaturze przedmiotu. Problemy z przekładaniem doświadczeń międzynarodowych na grunt polski powinny umożliwić ekspansję krajowej myśli ekonomicznej w zakresie tak ważnym dla realizacji celów gospodarki rynkowej, jakim jest optymalizowanie źródeł finansowania rozwoju przedsiębiorstw.

Wykorzystywanie w Polsce w szerokim zakresie kredytów i pożyczek jako podstawowych źródeł kapitału długoterminowego, z jednej strony, pozwala rentownym przedsiębiorstwom skorzystać z efektu osłony podatkowej, ze względu na wliczanie odsetek w ciężar kosztów i pomniejszanie nimi podstawy do opodatkowania, ale z drugiej strony — powoduje wzrost ryzyka obsługi długów, ze względu na wysoki koszt pozyskania kapitałów obcych, wymuszający osiąganie relatywnie wysokich stóp zwrotu z przedsięwzięć finansowanych tymi funduszami, co jest w praktyce dość trudne do osiągnięcia. Wysoki koszt kredytów i pożyczek jest związany z relatywnie ciągle wysoką realną stopą procentową. Sytuacja taka tworzy barierę dla szerokiego wykorzystywania przez przedsiębiorstwa innych form obcych funduszy jako źródeł finansowania rozwoju, szczególnie obligacji. Ponadto w warunkach wysokich kosztów kapitału obcego firmy w Polsce w istotnym stopniu wykorzystują w finansowaniu swojej działalności zobowiązania krótkoterminowe, nie troszcząc się dostatecznie o formowanie długoterminowej struktury kapitałowej.

Rekapitulując przedstawione tu rozważania, można stwierdzić, że zahamowanie inflacji na dłuższy okres i obniżenie stóp procentowych, tak aby w konsekwencji realny poziom oprocentowania kredytów w Polsce był zbliżony do poziomu w krajach rozwiniętych, zwiększenie tempa prywatyzacji i wzrostu gospodarczego, szersze upowszechnienie wiedzy o rynku kapitałowym mogą spowodować istotne zwiększenie zainteresowania przedsiębiorstw polskich długoterminowymi dłużnymi papierami wartościowymi oraz pozyskiwaniem kapitału własnego drogą emisji akcji. Dopiero w takich okolicznościach można w większym stopniu wykorzystywać w praktyce teoretyczne modele optymalizacji źródeł finansowania podmiotów gospodarczych.

Bibliografia

- Antkiewicz S., 2002, *Akcje i obligacje w finansowaniu przedsiębiorstw*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa.
- Antkiewicz S., 2000, *Stopom stop*, „Prawo i Gospodarka” z dnia 30 października.
- Boguszewski P., Sawicka A., Puchalska K., Kocięcki A., Jankiewicz Z., 1999, *Wyniki finansowe przedsiębiorstw w 1998 roku ze szczególnym uwzględnieniem polityki pie-*

- niężno-kredytowej w świetle badań ankietowych i danych GUS, Departament Analiz i Badań Narodowego Banku Polskiego, Warszawa.
- Duraj A. N., 2002, *Teoria i praktyka wypłat dywidendy w publicznych spółkach akcyjnych*, „Ekonomia” nr 5.
- Dusza M., 1999, *Rynek kapitałowy w Polsce. Narodziny, pierwsze dziesięciolecie, perspektywy*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa.
- Ickiewicz J., 1996, *Pozyskiwanie i struktura kapitału a długookresowe cele przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo SGH, Warszawa.
- Jajuga T., Słoński T., 1997, *Finanse spółek. Długoterminowe decyzje inwestycyjne i finansowe*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław.
- Rocznik Statystyczny 2001, GUS, Warszawa 2001.
- Rocznik Statystyczny Przemysłu 2000, GUS, Warszawa 2000.
- Ross S. A., Westerfield R. W., Jordan B. D., 1999, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Siudaj M., 2000, *Fundusze zainteresowane niepublicznymi obligacjami*, „Parkiet” z dnia 18 stycznia.
- Siudaj M., 2000, *Oszczędności na obligacjach*, „Parkiet” z dnia 14 września.
- Szczecińska A., 2000, *Rozwój powolny, ale ciągły. Rynek średnio- i długoterminowych papierów dłużnych*, „Rzeczpospolita” z dnia 17 stycznia.

A b s t r a c t Ways of Financing the Development of Polish Firms

A

The objective of the paper is to present the ways of financing the development of Polish firms towards the close of the 20th century and at the beginning of the new century. This period was characterized by an incessant changeability of the financial sources of the business, mainly resulting from incessant changes in the macroeconomic environment within which the economic units were functioning, as well as from changes in the priorities in the activities of the Polish firms in the period preceding our country's integration with the European Union. The thus set objective of the paper can be helpful in elaborating the preliminary assumptions for the theory of financing the firms in the circumstances of transformation imposed by the processes of economic integration and globalization. In its successive parts the paper describes the changes in the structure of the financing sources of the Polish firms that took place over the last few years, the importance of the capital market as the place where the companies acquire funds for their survival and development, as well as the foreign experience in financing the development of business.