

# Marta Postuła

---

## Kapitał zewnętrzny szansą i niebezpieczeństwem dla działalności przedsiębiorstw

---

Problemy Zarządzania 15/1 (1), 33-49

---

2017

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach  
dozwolonego użytku.

# Kapitał zewnętrzny szansą i niebezpieczeństwem dla działalności przedsiębiorstw

Nadesłany: 06.09.16 | Zaakceptowany do druku: 23.10.16

**Marta Postuła\***

Celem artykułu jest ocena efektywności wybranych zewnętrznych źródeł finansowania przedsiębiorstw w Polsce oraz wpływu decyzji o wyborze źródeł finansowania na efektywność ich wykorzystania zarówno dla rozwoju przedsiębiorstwa, jak też całej gospodarki. Przeprowadzone badania wykazały, że – biorąc pod uwagę wszystkie czynniki, czyli stawki oprocentowania, okres zaciągnięcia zobowiązania – kredyt, choć nie jest rozwiązaniem najtańszym, jest rozwiązaniem najbardziej dostępnym z punktu widzenia przedsiębiorcy.

**Słowa kluczowe:** kapitał, przedsiębiorstwo, stopa zwrotu, efektywność, optymalizacja kosztów.

## Capital – Opportunity and Danger for the Company

Submitted: 06.09.16 | Accepted: 23.10.16

The aim of the article is to assess the effectiveness of selected external sources of financing of enterprises in Poland and the influence of these decisions on the efficiency of their utilization both for the development of the enterprise as well as for the whole economy. In conclusion, the study carried out showed that, taking into account all the factors such as interest rates and the commitment period, credit, though not the cheapest solution, is the solution most accessible to the entrepreneur.

**Keywords:** capital, company, interest rate, effectiveness, cost optimization.

**JEL:** D53

---

\* **Marta Postuła** – dr hab., Dyrektor Centrum Przedsiębiorczości, Kierownik Pracowni Zarządzania Finansami Przedsiębiorstw, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.

## 1. Wstęp

Istnienie i sprawne funkcjonowanie przedsiębiorstwa jest uwarunkowane posiadaniem niezbędnych środków pieniężnych, tak więc kapitał jest zarówno podstawą rozpoczęcia działalności gospodarczej, jak też warunkiem koniecznym jej efektywnego istnienia. Wielkość kapitału przedsiębiorstwa jest uzależniona od wielu czynników. Wśród najistotniejszych z nich można wyróżnić formę organizacyjno-prawną przedsiębiorstwa, ponieważ różne typy organizacji wpływają na dostępność w pozyskiwaniu i gromadzeniu kapitału, co niewątpliwie decyduje o szybkości rozwoju firmy. Celem niniejszego artykułu jest ocena efektywności wybranych zewnętrznych źródeł finansowania przedsiębiorstw w Polsce oraz wpływ tych decyzji na efektywność ich wykorzystania zarówno dla rozwoju przedsiębiorstwa, jak też całej gospodarki. Hipotezą towarzyszącą rozważaniom jest stwierdzenie, że różnorodny model zastosowanych instrumentów finansowania zewnętrznego umożliwi maksymalizację realizowanych celów przy zachowaniu niezbędnej dbałości o stan finansów przedsiębiorstwa.

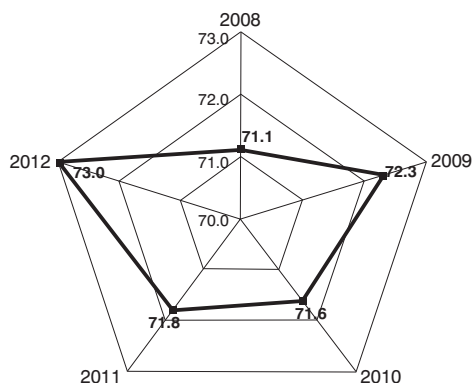
Do weryfikacji empirycznej hipotez wywodzących się z przedstawionego problemu badawczego zostanie wykorzystana metodologia mieszana (analiza opisowa, dane z dokumentów, metodologia statystycznej zależności, dane ilościowe i jakościowe). Autorka na potrzeby artykułu przeprowadziła pogłębioną analizę wykorzystania zewnętrznych źródeł finansowania działalności przedsiębiorstw w latach 2009–2014, mającą na celu wskazanie najkorzystniejszej formy pozyskania środków dla przedsiębiorstwa, biorąc pod uwagę aspekty kosztowe, jak też możliwości organizacyjne firmy w danej fazie rozwoju.

## 2. Przedsiębiorczość a rozwój gospodarczy

Jednym z wymiarów przedsiębiorczości jest istotne w wymiarze ekonomicznym znaczenie przedsiębiorstw dla gospodarki każdego kraju. Doskonałym wskaźnikiem, który to obrazuje, jest wkład przedsiębiorstw w tworzenie PKB. Odnosząc się do realiów krajowych, działające w Polsce przedsiębiorstwa generują blisko trzy czwarte wytworzonego PKB. Na rysunku 1 przedstawiono, jaki procent PKB w latach 2008–2012 został wytworzony tylko przez przedsiębiorstwa. Można w tym okresie zaobserwować wprawdzie tendencje wzrostowe firm w Polsce, potwierdzone przede wszystkim zwiększeniem udziału w PKB dużych przedsiębiorstw. Mimo że udział przedsiębiorstw w tworzeniu PKB rośnie od lat, to tempo tego wzrostu trudno uznać za zadowalające z perspektywy potrzeb rozwojowych kraju (rysunek 1).

Analizując przedstawione dane oraz ich strukturę, z dużą pewnością można stwierdzić, że potencjał gospodarczy kraju leży w gestii możliwości finansowania małych i średnich przedsiębiorstw, gdyż to właśnie one – jako podstawa każdej gospodarki – są liderem innowacji i głównym źródłem

zatrudnienia. O ile dla dofinansowania działań dużych firm i korporacji na rynku możemy znaleźć wiele źródeł pozyskania środków finansowych, o tyle luka kapitałowa kładzie cień na perspektywy rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw. Brak wykształconych mechanizmów alokacji kapitału prywatnego – szczególnie we wczesnych fazach rozwoju małych i innowacyjnych firm – jest utrapieniem niejednego przedsiębiorcy.



Rys 1. Wartość PKB wytworzona przez przedsiębiorstwa w Polsce (w %). Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Źródła finansowania przedsiębiorstw możemy podzielić na kilka sposobów. Pragnąc sklasyfikować źródła finansowania przedsiębiorstw, w pierwszej kolejności można dokonać podziału na wewnętrzne i zewnętrzne. Źródła zewnętrzne, jak sama nazwa wskazuje, pochodzą z zewnątrz organizacji, tj. od banków, inwestorów czy dostawców przedsiębiorstwa. Dzięki sprzedaży przez przedsiębiorstwo papierów wartościowych oraz innych instrumentów pieniężnych są gromadzone nadwyżki finansowe, które można wykorzystać na sprawny rozwój firmy. Kolejnym sposobem na pozyskanie kapitału jest wykorzystanie oferty banków związanej z działalnością kredytową (Skowronek-Mielczarek, 2003, s. 22–23). Ten rodzaj źródeł finansowania jest pozyskiwany na rynku finansowym: kapitałowym, pieniężnym i depozytowo-kredytowym (Chynał, 2011, s. 104–105).

Finansowanie działalności przedsiębiorstwa ze źródeł wewnętrznych określa się mianem samofinansowania. Możliwe jest ono jedynie wówczas, kiedy przedsiębiorstwo generuje zysk. Głównymi źródłami wewnętrznymi są przede wszystkim: zysk zatrzymany, amortyzacja oraz różnego rodzaju zmniejszenia aktywów (Dębski, 2005, s. 18–21). Długoterminowe finansowanie w przedsiębiorstwie wiąże się z inwestycjami, których okres zwrotu przekracza rok. Głównie są to środki transportu, inwestycje w budowę lub

modernizację hal produkcyjnych, magazynowych bądź zakup maszyn i urządzeń. Środki wykorzystywane na te cele, poza wkładem własnym właścicieli, pochodzą także od kredytodawców oraz pożyczkodawców. Środki, które zostają pozyskane na finansowanie działalności bieżącej nieprzekraczającej okresu jednego roku, są nazywane finansowaniem krótkoterminowym. Tak pozyskane strumienie pieniężne wykorzystywane są do prowadzenia normalnej działalności produkcyjnej bądź usługowej, co w konsekwencji gwarantuje utrzymanie bieżącej płynności finansowej (De Brouver, 2016, s. 87). Zasoby pieniężne pozwalają na zaspokojenie zobowiązań należnych dostawcom, usługodawcom czy pracownikom (Duliniec, 2007, s. 31).

Kapitał obcy występuje pod postacią zobowiązania, zwykle w formie pożyczek, kredytów oraz innego rodzaju zobowiązań (np. podatkowych lub zobowiązań wobec dostawców materiałów, towarów lub usług). Oddawany jest on przedsiębiorstwu do korzystania przez ściśle określony czas. Po upływie terminu określonego w umowie musi być on zwrócony wraz z odsetkami, które stanowią koszt tegoż kapitału. Jeśli chodzi o podejmowanie decyzji dotyczących wykorzystania środków pieniężnych pochodzących z kapitału obcego, to możliwe jest wywieranie na nie wpływu przez dawców kapitału (Jarocka, 2003, s. 99).

Rozwój przedsiębiorstw jest elementem niezwykle istotnym w dzisiejszej gospodarce. Źródła pozyskiwania kapitałów w przedsiębiorstwach rozwijających się stanowią nadal barierę stojącą na drodze do sukcesu, dlatego istotne są alternatywne możliwości finansowania ich działalności (Watson i Head, 2017, s. 23).

### 3. Tradycyjne źródła pozyskania kapitału zewnętrznego

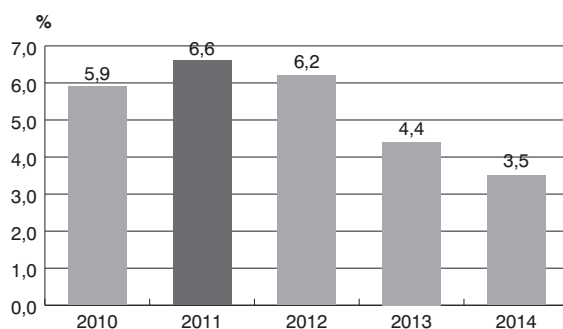
Głównym i najbardziej popularnym narzędziem finansowania zewnętrznego przedsiębiorstwa jest kredyt. Jak wynika z opublikowanego w maju 2016 r. raportu Narodowego Banku Polskiego, polityka kredytowa wobec przedsiębiorstw nie zmieniła się, natomiast odnotowany został spadek popytu na kredyty ze strony dużych przedsiębiorstw, jednakże wzrost popytu nastąpił ze strony małych i średnich przedsiębiorstw.

W pierwszym kwartale 2016 r. banki nie zmieniły istotnie kryteriów udzielania kredytów dla przedsiębiorstw. Pierwsze miesiące drugiego kwartału wykazały, że banki podwyższyły marże dla kredytów udzielanych przedsiębiorstwom, w tym dla kredytów obarczonych wyższym ryzykiem, oraz podniosły pozaodsetkowe koszty kredytu. Ponadto po raz pierwszy od sześciu kwartałów banki zaostrzyły wymagania dotyczące posiadanych przez przedsiębiorstwa zabezpieczeń. Pozostałe warunki kredytowania przedsiębiorstw nie zmieniły się. Na zaostrzenie polityki kredytowej wpływ miała również przewidywana sytuacja gospodarcza oraz decyzje RPP dotyczące polityki pieniężnej (Rutkowski, 2016, s. 156).

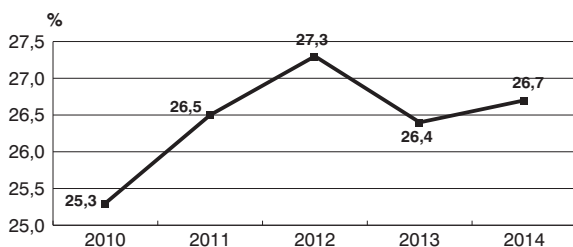
W pierwszym kwartale 2016 r. zauważono również, że popyt na kredyty dla przedsiębiorstw był zróżnicowany w zależności od wielkości przedsiębiorstwa i rodzaju kredytu. W przypadku kredytów dla dużych przedsiębiorstw banki odczuły spadek popytu. Spadek popytu był ponad dwukrotnie większy w kredytach długoterminowych niż kredytach krótkoterminowych. Natomiast popyt na kredyty zgłaszany ze strony małych i średnich przedsiębiorstw się zwiększył.

Należy również zauważyć, że przewidywania banków dotyczące kształtowania się popytu na kredyty krótkoterminowe w I kwartale 2016 r. (zgłaszanego zarówno ze strony dużych, jak też małych i średnich przedsiębiorstw) były w większym stopniu zbieżne z faktycznie zaobserwowanym popytem niż w przypadku kredytów długoterminowych. Banki, które odczuły wzrost popytu na kredyty dla przedsiębiorstw, uzasadniały go głównie wzrostem zapotrzebowania na finansowanie zapasów i kapitału obrotowego (NBP, 2016).

W zależności od sytuacji społeczno-gospodarczej na rynku akcja kredytowa ożywiała się bądź też odczuwalna była chwilowa stagnacja w tej sferze gospodarczej. Badając ilość kredytów udzielanych przedsiębiorstwom od roku 2011, mając na względzie rok 2010 jako bazowy, poziom udzielanych kredytów rośnie wraz z liczbą nowo powstałych przedsiębiorstw (w statystyce nazywanych aktywnymi). Jednocześnie należy zauważyć, że w 2011 r. utrzymywało się umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego, przy którym odnotowano poprawę wyników finansowych sektora przedsiębiorstw. Należy przy tym podkreślić, że średnie oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw wzrosło o 0,7 pp. (z 5,9% w 2010 r. do 6,6% w 2011 r.). W 2011 r. można zauważyć największe w badanym okresie ożywienie akcji kredytowej przedsiębiorstw, na które główny wpływ miała liczba nowych przedsiębiorstw (rysunki 2 i 3).



Rys. 2. Średnie oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw (w %). Źródło: opracowanie własne na podstawie „Raportów o sytuacji banków” publikowanych na stronach internetowych Komisji Nadzoru Finansowego.

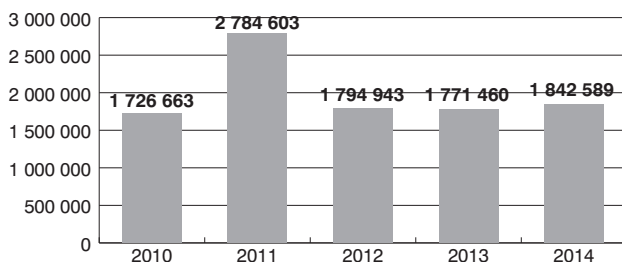


Rys. 3. Udział kredytów w finansowaniu działalności przedsiębiorstw (w %). Źródło: opracowanie własne na podstawie „Raportów o sytuacji banków” publikowanych na stronach internetowych Komisji Nadzoru Finansowego, GUS oraz „Raportów o stanie sektora MŚP w Polsce”.

Kolejne lata wykazały zwiększenie skali akcji kredytowej, sprzyjające poprawie sytuacji makroekonomicznej, obniżeniu oprocentowania kredytów oraz poprawie jakości kredytów, co przełożyło się na wzrost popytu na kredyt i zwiększenie jego podaży. Poprawa koniunktury gospodarczej przełożyła się na znaczny przyrost akcji kredytowej w obszarze kredytów dla przedsiębiorstw. Zwraca przy tym uwagę, że przyrost zadłużenia dokonał się zarówno w obszarze kredytów dla dużych przedsiębiorstw, jak i kredytów dla MŚP, które w 2013 r. wykazywały jeszcze tendencje stagnacyjne. W kolejnych okresach zachodzi szansa na kontynuację ożywienia akcji kredytowej, co wynika z poprawy koniunktury gospodarczej, rekordowo niskich stóp procentowych, rządowego programu Portfelowej Linii Gwarancyjnej De Minimis (do końca 2014 r. z programu skorzystało około 80 tys. przedsiębiorców, a w ramach programu BGK udzielił gwarancji na kwotę ponad 15 mld zł, co przełożyło się na około 30 mld zł kredytów zaciągniętych w bankach kredytujących) oraz stabilizacji jakości portfela kredytowego, co sprzyja zwiększeniu popytu na kredyt oraz jego podaży.

Autorka na potrzeby analizy przyjęła następujące założenia: kredyty udzielane są na okres 10 lat, spłata następuje w ratach malejących. Należy podkreślić, że spłata kredytu w ratach równych jest mniej korzystna dla przedsiębiorcy, gdyż całkowity koszt kredytu jest wyższy. Ponadto przyjęto na potrzeby analizy średnie oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw oraz średnie opłaty i prowizje pobierane przez banki przy udzielaniu kredytów dla przedsiębiorstw.

Wyniki analizy wykazały, że najdroższe kredyty dla przedsiębiorców były w 2011 r., a miało na to wpływ głównie oprocentowanie oraz opłaty i prowizje od udzielanych przez banki kredytów. Niemniej jednak, pomimo rosnącej z roku na rok liczby przedsiębiorstw aktywnych oraz osłabienia dynamiki wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw, jest to najpopularniejsza forma zasilania kapitału przedsiębiorstwa. Należy przy tym pamiętać, że każde przedsiębiorstwo starające się o kredyt na finansowanie własnej działalności negocjuje z bankiem indywidualne stawki oprocentowania, prowizji i innych kosztów (Nowak, 2016, s. 241).



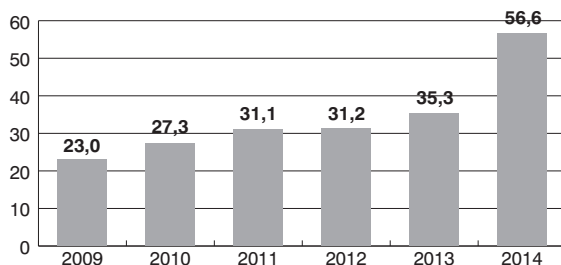
Rys. 4. Liczba przedsiębiorstw w latach 2010–2014. Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, „Raportów o sytuacji banków” publikowanych na stronach internetowych Komisji Nadzoru Finansowego oraz kalkulatora kredytowego.

Przedstawiona na rysunku 4 sytuacja uwidacznia wielkość kosztu całkowitego kredytu, a tym samym potwierdza tezy omówione powyżej, które wskazują na fakt, że pomimo dużej liczby nowo powstałych przedsiębiorstw w 2011 r., kredyty były najdroższe w badanym przez autorkę okresie.

Kolejną szczególną formą finansowania inwestycji, umożliwiającą inwestorowi dostęp do dóbr inwestycyjnych bez konieczności angażowania dużych środków na ich zakup jest leasing. W latach 2009–2013, jak wynika z badania CBOS, co trzecie przedsiębiorstwo korzystało z leasingu w celach inwestycyjnych. Systematyczny rozwój gospodarki i rynku finansowego prowadzi do rozwoju alternatywnych form finansowania przedsiębiorstw, m.in. emisji papierów dłużnych, emisji akcji, leasingu i faktoringu. Jednocześnie otwartość polskiej gospodarki oraz powiązania przedsiębiorstw z międzynarodowymi rynkami finansowymi (m.in. przez zagraniczne podmioty dominujące) powodują, że w przypadku niektórych firm dużą rolę odgrywa finansowanie zagraniczne. W konsekwencji skala alternatywnych form finansowania jest porównywalna z finansowaniem uzyskanym z krajowego sektora bankowego (gdyby uwzględnić pełną zbiorowość i wszystkie jego formy, to byłoby ono wyższe). Trzeba jednak dodać, że część tych obszarów jest pośrednio finansowana przez banki, np. w drodze finansowania działalności firm leasingowych i faktoringowych (niektóre z tych firm to spółki zależne banków) czy przez zakup papierów dłużnych przedsiębiorstw. Trzeba też mieć na uwadze, że kluczową rolę w finansowaniu przedsiębiorstw mają środki własne, a istotną rolę odgrywają też zobowiązania wobec partnerów handlowych.

Leasing jest formą wspierania finansowania działalności przedsiębiorstw, która bardzo dynamicznie się rozwija, a przedsiębiorcy coraz chętniej z niej korzystają. To instrument, który daje przedsiębiorcom szansę na rozwój, który sam finansuje. Zapewnia podstawowe czynniki produkcji, które zarabiają m.in. na spłatę rat leasingowych. Rysunek 5 prezentuje łączną wartość aktywów finansowanych będących w posiadaniu firm leasingowych.





Rys. 5. Łączna wartość aktywów finansowanych w firmach leasingowych (w mld zł). Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Kotowicz (2015). Raport o sytuacji banków w 2014 r. Warszawa: Urząd Komisji Nadzoru Finansowego.

W latach 2009–2014 udział leasingu w przedsiębiorstwach rośnie. Z analizy danych wynika, że w 2014 r. udział leasingu wzrósł o ponad 50% w stosunku do roku 2009, co świadczy o rozwoju tej formy finansowania działalności przedsiębiorstw na polskim rynku. Ponadto aktywność firm leasingowych wydatnie przekłada się na wszystkie segmenty gospodarki. Najczęstszymi ruchomościami nabywanymi przez przedsiębiorstwa przy użyciu leasingu są pojazdy, maszyny i urządzenia, technologie informatyczne. Rzadziej instrument leasingu wykorzystywany jest w nieruchomościach. Z leasingu korzystają w największym stopniu firmy działające na rynku 6–11 lat, będące już po okresie „przetrwania”, wchodzące w fazę rozwoju.

Ponadto coraz popularniejsze staje się finansowanie przedsiębiorstw w tej fazie rozwoju przez emisję obligacji. Sprzyja temu możliwość wtórnego handlu obligacjami na rynku publicznym. Rośnie rola inwestorów indywidualnych przy obejmowaniu emisji obligacji.

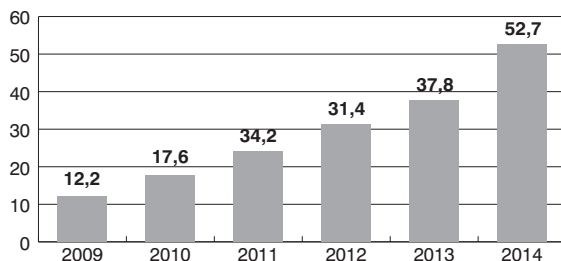
Emisja obligacji może stanowić dla firmy bardzo ciekawą alternatywę w stosunku do kredytu bankowego. Przede wszystkim każdej firmie zależy na dywersyfikacji źródeł pozyskiwania kapitału, dlatego jeżeli spółka skorzystała już z możliwości kredytowania, to kolejne środki powinny pochodzić z innego źródła – na przykład emisja obligacji. Poza tym emisja obligacji jest przeprowadzana na innych, często korzystniejszych dla spółki warunkach niż pozyskiwanie środków z kredytu.

Obligacja, podobnie jak akcja, jest papierem wartościowym. W przeciwieństwie jednak do akcji, dającej prawo do udziału w majątku firmy, obligacja jest papierem dłużnym, czyli narzędziem kredytu dla jej emitenta. Obligacje mogą być emitowane m.in. przez podmioty prowadzące działalność gospodarczą, pod warunkiem że posiadają one osobowość prawną.

Rozważając możliwość pozyskania kapitału poprzez emisję obligacji, należy wziąć pod uwagę zalety i wady takiego rozwiązania. Głównymi zaletami finansowania przedsiębiorstw emisją obligacji są m.in.: elastyczność zarządzania długiem, wzrost wiarygodności firmy, większa płynność obrotu.

Jednocześnie należy zwrócić uwagę na wady takiego rozwiązania, do których należą m.in.: wysokie koszty pierwszej emisji obligacji związane z wejściem na rynek publiczny, wymóg dobrej kondycji finansowej firmy czy też długie procedury.

Niemniej jednak emisja obligacji przedsiębiorstw rozwija się w szybkim tempie (rysunek 6).



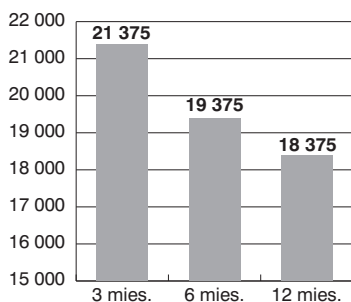
Rys. 6. Emisja obligacji w sektorze przedsiębiorstw w latach 2009–2014 (w mld zł). Źródło: Opracowanie własne na podstawie A. Kotowicz (2015). Raport o sytuacji banków w 2014 r. Warszawa: Urząd Komisji Nadzoru Finansowego.

Rynek obligacji korporacyjnych w Polsce na przestrzeni ostatnich lat osiągnął sporą dojrzałość – do tego stopnia, że emisja obligacji stanowi jedną z podstawowych opcji w zakresie pozyskiwania finansowania dłużnego.

1 września 2014 r. weszły w życie zmiany w Regulaminie ASO oraz Zasadach Działania Catalyst zatwierdzonych przez Zarząd GPW. Zmiany te wprowadziły przede wszystkim dodatkowe wymagania w zakresie wprowadzenia obligacji danego emitenta do obrotu w ASO Catalyst oraz nałożyły dodatkowe obowiązki informacyjne na emitentów notowanych obligacji. Od 1 stycznia 2015 r. minimalna wartość wprowadzanej emisji obligacji to 1 mln zł (jest to jedyna zmiana, która weszła w życie później niż 1 września 2014 r.). Podwyższono minimalną i maksymalną opłatę za wprowadzenie obligacji, która wynosi odpowiednio 6 tys. zł i 50 tys. zł, przy czym stawka procentowa opłaty, tj. 0,0075% pozostała niezmienną.

Na potrzeby analizy autorka zbadała hipotetyczną sytuację, wyliczając koszt emisji obligacji z uwzględnieniem różnych okresów odsetkowych. Założono, że przedsiębiorca wyemituje po raz pierwszy 3-letnie obligacje na kwotę 1 mln zł. Przyjęto również stałe odsetki nominalne w wysokości 6% oraz okres odsetkowy 3-miesięczny, półroczny oraz roczny. Rysunek 7 przedstawia średni koszt emisji obligacji 3-letnich.

Przedstawione koszty zawierają minimalną opłatę Catalyst wprowadzenia do obrotu emisji, która jest stała dla wszystkich trzech okresów odsetowych, ponadto jest to opłata wynikająca z Regulaminu ASO oraz Zasad Działania Catalyst zatwierdzonych przez Zarząd GPW, opłatę roczną, opłatę

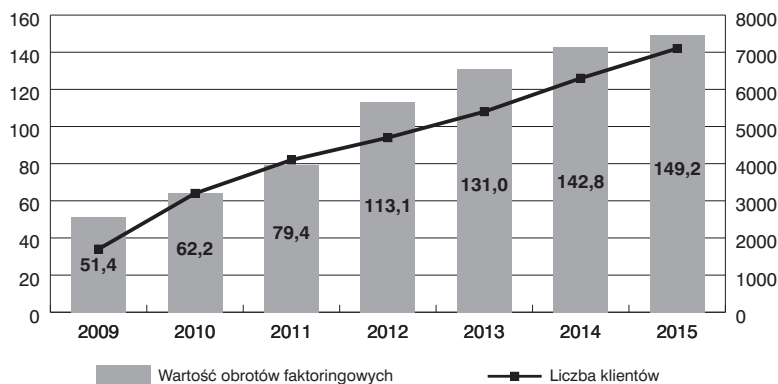


Rys. 7. Średni koszt emisji 3-letnich obligacji emitowanych przez przedsiębiorstwo (w zł).  
Źródło: opracowanie własne na podstawie kalkulatora opłat emitenta na Catalyst: <http://www.gpwcatalyst.pl/kalkulator>.

za rejestrację w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych, opłatę za obsługę wykupu oraz opłatę za obsługę wypłaty odsetek. Z analizy wynika, że jedyną zmienną w kosztach emisji obligacji jest opłata za obsługę wypłaty odsetek – czym częstszy okres odsetkowy, tym większe koszty emisji obligacji. Z przeprowadzonego badania wynika, że dla przedsiębiorcy bardziej opłacalny jest roczny okres odsetkowy. Należy również podkreślić, że dla danego przedsiębiorcy kolejna emisja obligacji będzie generowała niższe koszty. Następną formą poddaną analizie, umożliwiającą finansowanie zewnętrzne dla przedsiębiorstw jest faktoring. Prowadzenie przedsiębiorstwa wiąże się niejednokrotnie z problemem sfinansowania bieżącej działalności, nie wspominając o inwestycjach na rozwój. Opóźnienie w płatnościach ze strony kontrahentów może skutkować brakiem środków na zakup towarów czy na wypłatę wynagrodzeń.

Faktoring poprawia płynność finansową, pozwalając szybko uzyskać środki na pokrycie zobowiązań przedsiębiorstwa bez konieczności wprowadzania dodatkowych zabezpieczeń – należność jest tu podstawowym i jedynym zabezpieczeniem. Kontrahenci dążą do uzyskiwania jak najdłuższego kredytu kupieckiego, natomiast dostawcy – do udzielania jak najkrótszego. Faktoring jest doskonałym instrumentem, który wspiera płynność finansową przedsiębiorstwa, pozostawiając jednocześnie pełną elastyczność w jego wykorzystaniu.

Polski rynek usług faktoringowych jest stosunkowo młody w porównaniu z europejskim czy globalnym. Pomimo to wskaźnik penetracji (który mierzy się procentowym udziałem w PKB) osiągnął poziom 8,42%, czyli niemal dwukrotnie więcej w stosunku do średniej światowej – 4,49%, jednak nieznacznie mniej od średniej europejskiej – 9,5% (Polski Związek Faktorów, 2015). Rosnące zainteresowanie tą formą finansowania potwierdza także 17-procentowa dynamika wzrostu zanotowana w 2014 r. Jednocześnie, jak wskazano na rysunku 8, dynamicznie rośnie nie tylko udział faktoringu w działalności przedsiębiorstw, ale również liczba klientów używających tego instrumentu.



Rys. 8. Wartość obrotów faktoringowych w latach 2009–2015 (w mld zł) oraz liczba klientów. Źródło: opracowanie własne na podstawie statystyk Polskiego Związku Faktorów.

Przedsiębiorstwa działają w zmieniających się warunkach ekonomicznych, co powoduje, że muszą do nich dopasowywać swoją działalność. Płynność finansowa i umiejętność radzenia sobie z nią poprzez zastosowanie prewencyjnych działań pozwala na zachowanie stabilności działania. Faktoring to nie tylko jedno rozwiązanie, ale szereg elastycznych możliwości, które zaspokajają potrzeby firm w różnych, niejednokrotnie bardzo wymagających warunkach. To potwierdza także, że tą formą finansowania interesują się firmy o różnym poziomie obrotu, zatrudnienia, skali działalności. Jest to produkt dla wszystkich, ale gdy spełnia określone potrzeby, staje się produktem dla wybranych.

#### 4. Najnowsze instrumenty finansowe pozwalające na pozyskanie kapitałów obcych w skali europejskiej i polskiej

Przedstawione w poprzedniej części artykułu instrumenty finansowania działalności przedsiębiorstw znane są od dziesięcioleci, jeśli nie stuleci. Powstają jednak coraz to nowe możliwości wsparcia przedsiębiorstw w pozyskaniu kapitału na finansowanie działalności.

Jednym z nowych instrumentów finansowania działalności przedsiębiorstw jest gwarancja *de minimis*. Jest to jedna z form pomocy udzielana w ramach dopuszczalnej pomocy publicznej na zabezpieczenie spłaty kredytu obrotowego lub inwestycyjnego dla mikro-, małego lub średniego przedsiębiorcy (MŚP). Gwarancja *de minimis* nie stanowi dotacji pieniężnej i nie wiąże się bezpośrednio z przekazaniem środków finansowych przedsiębiorcy, nie rodzi żadnych skutków podatkowych. Gwarancja ta jest formą zabez-

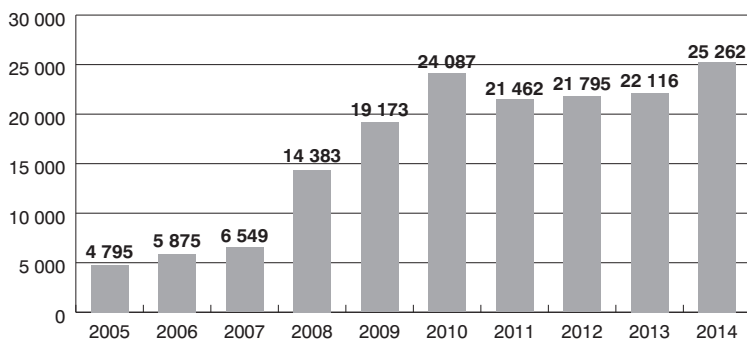
pieczenia kredytu, na wypadek gdyby kredytobiorca (przedsiębiorstwo) nie spłacił kredytu w terminie określonym w umowie kredytowej. Gwarancja daje bankowi udzielającemu kredytu pewność jego spłaty. Jeśli kredytobiorca nie będzie mógł oddać kredytu z własnych środków, to spłaty dokona udzielający gwarancji, czyli gwarant. W takiej sytuacji dalsze rozliczenia będą prowadzone pomiędzy gwarantem a przedsiębiorcą. Przedsiębiorca będzie zobowiązany zwrócić wypłaconą z gwarancji kwotę wraz z odsetkami.

Pomoc *de minimis* to dopuszczona prawem unijnym pomoc publiczna, jakiej może udzielić państwo bez konieczności uzyskiwania zgody Komisji Europejskiej, jednak podlega ona monitorowaniu. Może być udzielana przez różne instytucje, w różnych formach i na różne cele. Podlega ona sumowaniu i ma ustalone dopuszczalne pułapy wartości. Łączna wartość pomocy *de minimis* dla jednego przedsiębiorcy nie może przekroczyć równowartości 200 000 EUR lub 100 000 EUR (dla podmiotu działającego w sektorze transportu drogowego towarów) w okresie trzech kolejnych lat podatkowych.

Gwarancja *de minimis* generuje wiele korzyści dla przedsiębiorstw. Wśród nich można wyróżnić dostępność do kredytu dla klientów banku z krótką historią kredytową lub nieposiadających wystarczającego majątku na zabezpieczenie kredytu, zapewnienie elastyczności w zakresie dysponowania własnym majątkiem. W części objętej gwarancją *de minimis* przedsiębiorca nie musi go zastawiać ani na rzecz banku udzielającego kredytu, ani na rzecz Banku Gospodarstwa Krajowego. Ponadto przedsiębiorstwo może odczuć zauważalną oszczędność czasu, gdyż wszystkie formalności załatwiane są bezpośrednio w banku kredytującym jednocześnie z uzyskaniem kredytu, jak również brak jest opłaty za rozpatrzenie wniosku o udzielenie gwarancji oraz obniżony jest całkowity koszt kredytu, polegający np. na przyjęciu niższej marży lub prowizji. Ponadto przy udzielaniu kredytu z gwarancją *de minimis* ustanowiono proste dokumentowanie bez obowiązku sprawozdawczego, wystarczy wniosek o udzielenie gwarancji wraz z informacją dotyczącą pomocy publicznej oraz weksel wraz z deklaracją wekslową, oświadczenie o poddaniu się egzekucji.

Ważnym punktem odniesienia jest fakt, że z pomocy *de minimis* korzysta coraz więcej przedsiębiorców. W 2014 r. udzielono pomocy na kwotę około 25,2 mld zł, co stanowi pięciokrotny wzrost w stosunku do roku 2006 (rysunek 9).

Następnym możliwym narzędziem do wykorzystania stosunkowo od niedawna przez duże przedsiębiorstwa jest Europejski Fundusz Inwestycji Strategicznych (dalej EFIS), który stanowi elastyczny instrument finansowy skierowany na państwa członkowskie. Państwa członkowskie mogą w nim partycypować bezpośrednio lub poprzez krajowe banki prorozwojowe zarówno na poziomie zdolności ponoszenia ryzyka (uzupełniając wkłady z budżetu UE i EBI), poprzez platformę inwestycyjną lub bezpośrednio współfinansowanie poszczególnych projektów i działań.



Rys. 9. Wielkość pomocy publicznej w latach 2005–2014 w Polsce (w mln zł). Źródło: opracowanie własne na podstawie danych UOKiK, [https://www.uokik.gov.pl/raporty\\_i\\_analazy2.php](https://www.uokik.gov.pl/raporty_i_analazy2.php).

EFIS przeznaczony jest dla wsparcia dużych projektów inwestycyjnych (szacunkowo powyżej 25 mln EUR), które obarczone są dużym ryzykiem ze względu m.in. na koszty ich realizacji. Ponadto projekty te muszą być uzasadnione z ekonomicznego i technicznego punktu widzenia, a także zgodne z polityką Unii Europejskiej w takich obszarach, jak ochrona środowiska, rozwój infrastruktury, tworzenie miejsc pracy czy poprawa konkurencyjności gospodarki europejskiej. Muszą być także zgodne z zasadą dodatkowości oznaczającą, że ich realizacja bez wsparcia EFIS nie byłaby możliwa, przynajmniej w określonym czasie lub pożądanej skali. Nie istnieją ograniczenia co do wielkości projektów. O wsparcie można ubiegać się zarówno dla projektów realizowanych w jednym państwie członkowskim (lub kandydującym) UE, jak i dla projektów transgranicznych.

EFIS dedykowany jest dla podmiotów prywatnych dowolnej wielkości, w tym podmiotów świadczących usługi użyteczności publicznej, spółek celowych lub spółek projektowych, MŚP lub spółek o średniej kapitalizacji, krajowych banków lub instytucji prorozwojowych, instytucji finansowych zajmujących się pośrednictwem, funduszy kapitałowych oraz dłużnych oraz podmiotów sektora publicznego.

W ramach EFIS nie są udzielane dotacje – koncepcja EFIS opiera się na instrumentach finansowych o charakterze zwrotnym. Ze środków budżetu unijnego przyznawana jest tzw. gwarancja UE dla różnych instrumentów finansowych oferowanych przez Europejski Bank Inwestycyjny oraz Europejski Fundusz Inwestycyjny, takich jak kredyty, pożyczki podporządkowane, gwarancje, wkłady kapitałowe i quasi-kapitałowe. EBI może także przyznawać na rzecz krajowych banków rozwoju gwarancję z regwarancją UE. Finansowanie udzielane przez EBI pokrywa tylko część kosztów projektu. Pozostałe środki pochodzą od krajowych banków rozwoju, takich jak Bank Gospodarstwa Krajowego, oraz od inwestorów prywatnych. Tych przyciąga

zmniejszenie poziomu ryzyka projektu dzięki gwarancji UE oraz zaangażowanie podmiotów publicznych zwiększające wiarygodność inwestycji.

O przyznaniu gwarancji UE decyduje specjalnie powołany w tym celu niezależny komitet inwestycyjny działający przy EBI. Komitet ocenia kwalifikowalność projektów do objęcia gwarancją UE w oparciu o wytyczne inwestycyjne EFIS. Finansowanie EBI zostaje przyznawane na podstawie pozytywnej weryfikacji w standardowym procesie *due diligence* (należytej staranności).

W Planie Junckera obowiązuje zasada „kto pierwszy, ten lepszy”, nie ma podziału środków finansowych na poszczególne kraje. Plan ten ma m.in. na celu ożywić wzrost i zatrudnienie w UE. W ramach EFIS finansowane są projekty tzw. wysokiego ryzyka, na które nie ma środków publicznych i są one pomijane w środowisku gospodarczym. Taki rodzaj finansowania jest szczególnie korzystny z punktu widzenia małych, innowacyjnych, rozpoczynających działalność przedsiębiorstw, które według dużych, światowych inwestorów tworzą większe ryzyko niż rozwinięte lub duże przedsiębiorstwa. Z zaobserwowanych tendencji gospodarczych MŚP otrzymują środki przede wszystkim za pośrednictwem specjalnych funduszy, takich jak spółki celowe, lub poprzez pośredników, jakimi są banki. Prawie 25% wszystkich inwestycji uruchomionych w ramach EFIS lub kwota około 75 mld EUR w ciągu trzech lat będzie zaplanowana na finansowanie MŚP i spółek o średniej kapitalizacji za pośrednictwem Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego (EFI) będącego częścią grupy EBI.

Pierwsze porozumienie na współfinansowanie MŚP w ramach EFI podpisano w maju 2015 r. z francuskim bankiem. Dotyczyło ono zapewnienia zwiększonego udzielania kredytów innowacyjnym przedsiębiorstwom, a następnie podobne porozumienia zawarto z bankami w innych państwach. Jednocześnie podkreślenia wymaga fakt, że wsparcie z EFIS otrzymało do tej pory jedno polskie przedsiębiorstwo – Spółdzielnia Mleczarska Mlekovita. Przedsięwzięcie zakładało budowę fabryki mleka w proszku i rozbudowę istniejącego zakładu o nowe linie produkcyjne. Finansowanie w ramach EFIS wyniosło około 48 mln EUR, przy założeniu, że łączna oczekiwana wartość inwestycji wyniesie 95 mln EUR.

EFIS jest angażowany w projekty w sektorach nowych zaawansowanych technologii i innowacji, a także w projekty finansowe postrzegane jako kosztowne i bardziej ryzykowne ze względu na ryzyko państwa, w którym będą realizowane, ale również z uwagi na brak zaufania do takich inwestycji ze strony sektora prywatnego, który nie jest skłonny do podejmowania ryzyka. Działania EFIS mają charakter dodatkowy i są ukierunkowane na różne profile ryzyka.

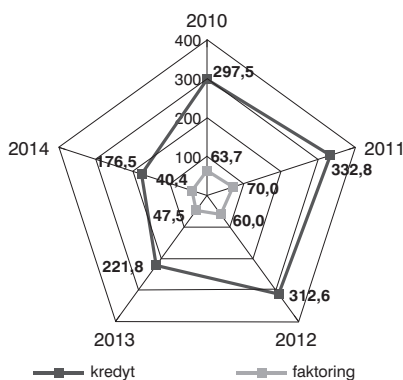
Zgodnie z danymi prezentowanymi przez Komisję Europejską w marcu 2016 r. w największym stopniu z tego rodzaju finansowania korzystają: Francja, Włochy, Wielka Brytania i Hiszpania, tj. państwa tzw. Starej Unii. Nie bez znaczenia pozostaje przy tym fakt, że to właśnie te kraje jako pierwsze otrzymały akceptacje zgłaszanych projektów, zyskując niejako pewną przewagę i doświadczenie w kontekście aspektów proceduralnych związanych

z aplikowaniem o środki EFIS. Ponadto warto także zaznaczyć, że we wspomnianych państwach z powodzeniem funkcjonują również wypracowywane na przestrzeni lat różnego rodzaju mieszane mechanizmy finansowe, zakładające m.in. pełne wykorzystanie potencjału partnerstwa publiczno-prywatnego.

Wśród przykładów można tu wskazać metodę *project finance*, której *de facto* europejską kolebką jest Wielka Brytania. Na powiązania w tym zakresie wskazuje choćby fakt, że *project finance* znajduje zastosowanie przede wszystkim w dużych projektach energetycznych, a jak wskazuje przeprowadzona przez autorkę analiza takie projekty zdecydowanie dominują we wszystkich przedsięwzięciach finansowanych z EFIS. Co więcej, wszystkie zatwierdzone projekty energetyczne poprzez aspekt produkcji energii odnawialnej są silnie związane z ochroną środowiska, umożliwiając jednocześnie poszczególnym krajom UE wywiązywanie się z planów redukcji emisji gazów cieplarnianych.

## 5. Najpopularniejsze źródła finansowania

Analizując przedstawione źródła finansowania zewnętrznego, można uznać, że pomimo coraz to nowszych możliwości pojawiających się na rynku, przedsiębiorstwa wybierają kredytowanie swoich planów inwestycyjnych bądź sięganie po faktoring, jeśli chodzi o działania proflunnościowe. Na rysunku 10 przedstawiono średnie koszty pozyskania kapitału obcego z kredytu i faktoringu.



Rys. 10. Koszty kredytu i koszty faktoringu. Źródło: opracowanie własne.

Zgodnie z przedstawionym diagramem można zauważyć, że pozyskanie kapitału zewnętrznego z kredytów bankowych jest droższe od faktoringu. Niemniej jednak należy podkreślić, że jest w tym tzw. haczyk. Przedsiębiorca, który stara się o kredyt dla swojej firmy, zwykle analizuje zaciągnięcie go na kilka do kilkunastu lat. Koszty tego kredytu często spłacane są póź-



niej z wypracowanego przychodu, który generowany jest przez wdrożoną inwestycję, czyli można stwierdzić, że środki pochodzące z kredytu pracują na siebie. Natomiast w przypadku faktoringu, tak jak zostało to wcześniej opisane, choć jest tańszą dla przedsiębiorstwa alternatywą, to okres wykupu zobowiązania od faktora jest krótki, zwykle kilkudziesięciodniowy.

Ponadto pojawiają się nowe źródła mogące w znacznym stopniu pomóc przedsiębiorstwom w finansowaniu swoich zamierzeń inwestycyjnych. Wprowadzony w ubiegłym roku Plan Junckera stanowi niezwykle konkurencyjne kosztowo narzędzie dla przedsiębiorstw. Jak wynika z zapowiedzi polskiego koordynatora Planu Junckera w Polsce – Ministerstwa Rozwoju – wsparcie Europejskiego Banku Inwestycyjnego w ramach planu Junckera polega na udzielaniu na preferencyjnych warunkach kredytów, pożyczek, wykupu udziałów. Stanowią one długoterminowe kredyty inwestycyjne, na okres nawet 20–25 lat i mają mieć niższe oprocentowanie niż kredyty komercyjne. Według wstępnych szacunków oprocentowanie takiego kredytu nie powinno wynosić więcej niż 2–3%, ale stawka ta będzie zależeć od oceny konkretnego projektu zgłoszonego do tego planu. Warto zatem podkreślić, że jest to bardzo konkurencyjne narzędzie w stosunku do tych oferowanych na rynku finansowym, niemniej jednak na rozpatrzenie wniosku oraz decyzję o przyznaniu takiego kredytu przedsiębiorca będzie musiał poczekać około 6 miesięcy.

## 6. Podsumowanie

Wybór źródła finansowania zależy od wielu czynników. Istotne są preferencje kierownictwa przedsiębiorstwa odnośnie kształtowania się struktury kapitału. Najczęściej firmy wolą finansowanie kapitałem własnym. Jednak tych środków może być zbyt mało na pokrycie kosztów działalności przedsiębiorstwa. W takiej sytuacji firmy decydują się na pozyskiwanie kapitałów ze źródeł zewnętrznych.

Bardzo istotną kwestią jest niski poziom poinformowania przedsiębiorców o możliwościach, z jakich mogą skorzystać. Aby tę sytuację zmienić, konieczne jest prowadzenie akcji informacyjnych zwiększających świadomość przedsiębiorców z rynkiem oraz nabycie umiejętności korzystania z okazji. Warto więc uświadamiać o możliwościach wsparcia i ich efektywnym wykorzystaniu. Państwo, doceniając znaczenie tego sektora, zaczęło udzielać wsparcia w dostępie do kapitału zewnętrznego. Przejawia się to w pomocy w organizowaniu odpowiednich poręczeń zabezpieczających spłatę zaciąganego kredytu. Państwo prowadzi także politykę informacyjną, której celem jest szerzenie wiadomości dotyczących możliwości pozyskania wsparcia kredytowego z instytucji zagranicznych. Niestety, wiele jeszcze pozostało do zrobienia w tym zakresie.

Jednocześnie należy podkreślić, że każda jednostka gospodarcza działająca na rynku musi samodzielnie podjąć decyzję dotyczącą wyboru źródła finansowania. Dokonując wyboru, powinna zwrócić uwagę zarówno na korzyści, jak i na niebezpieczeństwa wynikające z danej formy finansowania.

Podsumowując, można stwierdzić, biorąc pod uwagę wszystkie czynniki (jakimi są stawki oprocentowania, okres zaciągnięcia zobowiązania), że kredyt – choć nie jest rozwiązaniem najtańszym – jest rozwiązaniem najbardziej dostępnym z punktu widzenia przedsiębiorcy. Jednocześnie, analizując przyszłe okresy rozwoju gospodarczego w Polsce, warto wspomnieć, że za 2–3 lata najpopularniejszym i najbardziej wykorzystywanym rozwiązaniem dla dużych i kosztownych inwestycji może stać się kredyt udzielany w ramach Planu Junckera. Jest to uwarunkowane szeregiem czynników dotyczących indywidualnej sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa oraz jego zapotrzebowaniem na kapitał.

Każda firma decydująca się na pozyskanie kapitału ze źródeł zewnętrznych powinna dokonać indywidualnej oceny swoich potrzeb kapitałowych, możliwości uzyskania określonych form finansowania oraz efektywność ich wykorzystania w działalności bieżącej i rozwojowej. Szczególnie ważne jest także skonstruowanie struktury kapitałowej, która pozwoli przedsiębiorstwu na prowadzenie podstawowej działalności, ale też umożliwi jego ciągły rozwój i modernizację, a przez to wzrost zysków i wartości firmy. Przedstawione przykłady wskazują, że jest to możliwe i hipoteza główna artykułu została udowodniona.

## Bibliografia

- Chynał, H. (2008). *Kredyty bankowe i inne formy finansowania*. Warszawa: Difin.
- De Brouwer, P. (2016). Zarządzanie ryzykiem w podejściu zintegrowanym. W: M. Postuła i R. Cieślak (red.), *Projekty inwestycyjne. Finansowanie, budżetowanie, ocena efektywności*. Warszawa: Difin.
- Departament Monitorowania Pomocy Publicznej UOKiK. (2015). *Raport o pomocy de minimis w Polsce udzielonej przedsiębiorcom w 2014 roku*. Warszawa: Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów.
- Dębski, W. (2005). *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Duliniec, A. (2007). *Finansowanie przedsiębiorstwa*. Warszawa: PWE.
- Jarocka, E. (2003). *Finanse przedsiębiorstw systemu bankowego budżetowego ubezpieczeń*. Warszawa: Difin.
- Kotowicz, A. (2015). *Raport o sytuacji banków w 2014 r.* Warszawa: Urząd Komisji Nadzoru Finansowego.
- Narodowy Bank Polski. (2016). *Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w II kw. 2016 r.* Warszawa: NBP.
- Nowak, W.A. (2016). The Quality of an Organization Management as a Complex Adaptive Systems. *Jagiellonian Journal of Management*, 2 (3), 237–248.
- Polski Związek Faktorów. (2015). *Komentarz do wyników za IV kwartał 2014*. Polski Związek Faktorów.
- Puciato, D. i Gawlik, A. (2016). *Nowoczesne finanse przedsiębiorstwa hotelowego*. Warszawa: CeDeWu.
- Rutkowski, A. (2016). *Zarządzanie finansami*. Warszawa, PWE.
- Skowronek-Mielczarek, A. (2007). *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*. Warszawa: C.H. Beck.
- Watson, D. i Head, A. (2013). *Corporate Finance: Principles and Practice*. UK: Pearson.