

Prof. SGH dr hab. Aleksandra Duliniec
Kierownik Zakładu Zarządzania Finansowego
Szkola Główna Handlowa w Warszawie

Determinanty polityki finansowej przedsiębiorstwa

1. Działalność finansowa przedsiębiorstwa

Prowadzenie przez przedsiębiorstwo działalności operacyjnej i inwestycyjnej wymaga pozyskiwania własnych i obcych źródeł finansowania. W ramach działalności operacyjnej i inwestycyjnej wypracowywane są wewnętrzne źródła finansowania, takie jak wynik finansowy netto powiększony o amortyzację oraz wpływy ze zbywania posiadanych przez przedsiębiorstwo rzeczowych aktywów trwałych, wartości niematerialnych i prawnych, nieruchomości oraz aktywów finansowych. Ważnym źródłem finansowania działalności operacyjnej przedsiębiorstwa są otrzymane kredyty kupieckie (zobowiązania handlowe).

Wymienione źródła finansowania są najczęściej niewystarczające do prawidłowego funkcjonowania przedsiębiorstwa. Inwestycje w aktywa rzeczowe i finansowe oraz zmiany w działalności operacyjnej (wzrost obrotów, restrukturyzacja zakresu działania itp.) wymagają pozyskania nowego kapitału własnego lub obcego.

Przez działalność finansową przedsiębiorstwa rozumie się pozyskiwanie lub utratę źródeł finansowania, polegające na zmianach w wartości oraz relacjach kapitału własnego i obcego w przedsiębiorstwie, a także wszystkie związane z nimi pieniężne koszty i korzyści¹.

Do źródeł kapitału własnego (bezzwrotnego) zalicza się:

- wpływy z emisji akcji/wydania udziałów i innych instrumentów kapitałowych (źródło zewnętrzne kapitału własnego),
- zysk zatrzymany jako efekt podziału wyniku finansowego netto; powstaje po odjęciu od zysku netto dywidend i innych wypłat na rzecz właścicieli (źródło wewnętrzne kapitału własnego).

Podstawowe zewnętrzne źródła kapitału obcego (zwrotnego) stanowią:

- otrzymane kredyty oraz pożyczki długo- i krótkoterminowe,
- wpływy z emisji dłużnych papierów wartościowych długo- i krótkoterminowych.

¹ Ustawa o rachunkowości z 29 września 1994 (DzU nr 121, poz. 591 z późn. zm.), art. 48b.

Obsługa kapitału obcego wymaga okresowych płatności odsetek (oprocentowania) oraz spłaty kredytów i pożyczek albo wykupu dłużnych papierów wartościowych w terminie ich wymagalności. Zobowiązania, od których przedsiębiorstwo płaci oprocentowanie (kredyty, pożyczki, papiery dłużne), zaliczane są do kapitału obcego², w odróżnieniu od pozostałych zobowiązań przedsiębiorstwa (niepodlegających oprocentowaniu), takich jak zobowiązania wobec dostawców, wekslowe, z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń lub wynagrodzeń.

Nieoprocentowane zobowiązania, które nie zalicza się do kapitału przedsiębiorstwa, stanowią ważne źródło krótkoterminowego finansowania. Zmiany tych zobowiązań są ściśle uzależnione od zmian aktywności przedsiębiorstwa – kształtują się najczęściej proporcjonalnie do zmian w przychodach ze sprzedaży.

Zapotrzebowanie przedsiębiorstwa na kapitał ze źródeł zewnętrznych wynika przede wszystkim z planowanych inwestycji w aktywa trwałe i obrotowe. Inwestycje te w części zostaną sfinansowane przez:

- wzrost zobowiązań niebędących źródłem kapitału obcego i zmieniających się proporcjonalnie do planowanego przyrostu przychodów ze sprzedaży,
- przyrost kapitału własnego ze źródeł wewnętrznych (zysk zatrzymanym w przedsiębiorstwie).

Wartość zysku zatrzymanego zależy od decyzji w zakresie podziału wypracowanego zysku netto przez przedsiębiorstwo. Pozostałe potrzeby kapitałowe są zaspokajane ze źródeł zewnętrznych.

Podstawowym celem decyzji podejmowanych przez przedsiębiorstwo w zakresie działalności finansowej jest zapewnienie odpowiednich do prowadzonej działalności operacyjnej i inwestycyjnej źródeł finansowania, tak aby było możliwe utrzymanie płynności finansowej przedsiębiorstwa zarówno w krótkim, jak i długim okresie. Przez płynność finansową rozumie się zdolność przedsiębiorstwa do terminowego regulowania zobowiązań bieżących – pokrywania wszelkiego rodzaju wydatków związanych z prowadzoną działalnością.

Działalność finansowa przedsiębiorstwa obejmuje przede wszystkim pozyskiwanie źródeł finansowania w sytuacji, kiedy przedsiębiorstwo potrzebuje dodatkowego kapitału. W przedsiębiorstwie może pojawić się jednak także nadmiar kapitału przejawiający się zazwyczaj znacznymi nadwyżkami środków pieniężnych lub innych, krótkoterminowych aktywów fi-

² Kapitał przedsiębiorstwa obejmuje zobowiązania, od których płacone jest oprocentowanie oraz kapitał własny, por: A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 16.

nansowych, przewyższającymi potrzeby związane z prowadzoną przez przedsiębiorstwo działalnością operacyjną i inwestycyjną. Główną metodą zmniejszenia nadwyżek kapitału jest nabycie akcji/udziałów własnych i ich umorzenie. Kapitał jest transferowany w ten sposób do właścicieli, a w przedsiębiorstwie ulega trwałemu zmniejszeniu kapitał własny.

Ustalenie wysokości kapitału niezbędnego do finansowania aktywów przedsiębiorstwa oraz wybór źródeł kapitału powinien prowadzić do optymalizacji struktury kapitału przedsiębiorstwa. Kryterium optymalizacyjnym jest minimalizacja średniego ważonego kosztu kapitału (lub maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa)³. Optymalizacja struktury kapitału jest celem strategii finansowania przedsiębiorstwa.

2. Polityka finansowa przedsiębiorstwa

Bieżące decyzje finansowe w zakresie kształtowania struktury kapitału, tj. dotyczące wyboru rodzajów kapitału i źródeł jego pozyskania, tworzą politykę finansową przedsiębiorstwa. Każda decyzja w zakresie pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwo wymaga ustalenia, czy ma to być kapitał:

1. długoterminowy (stały) czy krótkoterminowy,
2. własny (ze źródeł wewnętrznych lub zewnętrznych), obcy czy hybrydowy,
3. pochodzący z rynku publicznego czy niepublicznego,
4. krajowy czy zagraniczny,
5. bilansowy czy pozabilansowy (warunkowy).

Przedsiębiorstwa w dużej mierze decydują niezależnie o poszczególnych cechach kapitału. Czynniki, które wpływają na rodzaj kapitału i źródła jego pozyskania, są różne dla każdego z pięciu wymienionych wyżej obszarów decyzyjnych. Jedynym wspólnym kryterium jest minimalizacja kosztu kapitału.

Z punktu widzenia optymalizacji struktury kapitału najistotniejsze jest podjęcie decyzji, czy przedsiębiorstwo potrzebuje kapitału własnego czy obcego. Decyzja w tym zakresie łączy się ściśle z inną ważną decyzją finansową, dotyczącą podziału wypracowanego przez przedsiębiorstwo zysku netto. Wypracowany zysk może być źródłem kapitału własnego (zatrzymanie zysku powiększa kapitał zapasowy przedsiębiorstwa). Wypłaty z zysku na rzecz właścici-

³ O kryteriach optymalizacji struktury kapitału szerzej w: A. Damodaran, *Corporate Finance. Theory and Practice*, John Wiley & Sons, Inc., New York 2001, s. 559.

cieli (dywidendy) zmniejszają wewnętrzne źródło kapitału własnego – potrzeby kapitałowe muszą być wówczas zaspokajane z zewnętrznych źródeł kapitału własnego lub obcego.

Na podział wytworzonego zysku na część wypłacaną właścicielom oraz część zatrzymaną w przedsiębiorstwie istotny wpływ może mieć polityka wypłat dywidend, jaka ukształtowała się w przedsiębiorstwie. Nie wszystkie przedsiębiorstwa wypracowują własną politykę dywidend. W wielu przedsiębiorstwach na decyzję dotyczącą podziału zysku netto, która jest co roku podejmowana na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy/udziałowców, nie mają wpływu decyzje dotyczące wypłat dywidend w latach poprzednich.

Przyjęcie przez przedsiębiorstwo zaakceptowanej przez właścicieli polityki dywidend oznacza ustalenie stałych zasad wypłat z zysku na rzecz właścicieli. Sprzyja to większej przewidywalności i stabilności wysokości oczekiwanych przez właścicieli (akcjonariuszy) przyszłych wypłat dywidend. Najczęściej stosowanymi rozwiązaniami w zakresie polityki stabilnych dywidend są założenia:

- stałego udziału wypłat dywidend w zysku netto,
- stałej wypłaty dywidendy na jedną akcję,
- niemalejącej wypłaty dywidendy na jedną akcję,
- stałego wzrostu wypłaty dywidendy na jedną akcję.

Wypracowanie trwałych zasad wypłat dywidend ma szczególne znaczenie dla spółek akcyjnych notowanych na rynku publicznym (giełdowym). Polityka stabilnych dywidend może wpływać na utrwalenie więzi między spółką a inwestorami na rynku kapitałowych. Przestrzeganie ustalonej polityki wypłat dywidend jest jednym z czynników sprzyjających stabilizacji cen rynkowych akcji.

Czynnikiem ograniczającym wybór rodzaju i źródła kapitału jest faza cyklu życia przedsiębiorstwa. Dostępność różnych źródeł finansowania jest uzależniona od fazy cyklu życia, w jakiej znajduje się przedsiębiorstwo. W pierwszej fazie (tworzenia i początkowego rozwoju) podstawowym źródłem finansowania jest kapitał własny pochodzący z rynku niepublicznego (prywatnego) lub ze źródeł wewnętrznych. W kolejnych fazach (wzrostu oraz dojrzałości) stopniowo poszerza się wybór dostępnych rodzajów i źródeł kapitału. W ostatniej – schyłkowej fazie – przedsiębiorstwo najczęściej nie szuka nowych źródeł kapitału, lecz ogranicza zasoby kapitałowe lub zmienia strukturę kapitału⁴.

⁴ Szerzej o specyfice finansowania przedsiębiorstwa w poszczególnych fazach zob.: A. Duliniec, *Finansowanie faz cyklu życia przedsiębiorstwa*, [w:] *Zarządzanie finansami – mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, t. II, red. D. Zarzecki, Wyd. Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2003, s. 281-288.

3. Czynniki wpływające na kształtowanie się polityki finansowej przedsiębiorstwa

3.1. Finansowanie długoterminowe (kapitał stały) i finansowanie krótkoterminowe

Głównym czynnikiem wpływającym na kształtowanie się struktury terminowej kapitałów przedsiębiorstwa jest struktura aktywów – w podziale na aktywa trwałe i obrotowe. Wynika to z ogólnej zasady finansowania majątku przedsiębiorstwa, według której okres wymagalności kapitału musi być zsynchronizowany z okresem wykorzystywania przez przedsiębiorstwo aktywów finansowanych tym kapitałem. Okres wymagalności kapitału nie powinien być krótszy niż okres wykorzystywania aktywów, które finansowane są tym kapitałem. Kapitał stały (kapitał własny i zobowiązania długookresowe) powinien być zatem co najmniej równy wartości aktywów trwałych przedsiębiorstwa, zaś zobowiązania krótkoterminowe nie powinny przekraczać wartości aktywów obrotowych.

$$\begin{aligned} \text{KAPITAŁ STAŁY} &\geq \text{AKTYWA TRWAŁE} \\ \text{ZOBOWIĄZANIA KRÓTKOTERMINOWE} &\leq \text{AKTYWA OBROTOWE} \end{aligned}$$

Występowanie nadwyżki aktywów obrotowych ponad zobowiązania krótkoterminowe (tzw. kapitał obrotowy netto) sprzyja utrzymaniu płynności finansowej przedsiębiorstwa. Biorąc pod uwagę powyższe relacje, spełnienie ogólnej zasady finansowania majątku przedsiębiorstwa oznacza, że kapitał obrotowy netto jest nieujemny:

$$\begin{aligned} \text{KAPITAŁ OBROTOWY NETTO} &= \\ &= \text{AKTYWA OBROTOWE} - \text{ZOBOWIĄZANIA KRÓTKOTERMINOWE} = \\ &= \text{KAPITAŁ STAŁY} - \text{AKTYWA TRWAŁE} \geq 0 \end{aligned}$$

Udział aktywów trwałych i aktywów obrotowych w majątku przedsiębiorstwa wynika głównie ze specyfiki działalności przedsiębiorstwa i branży, w której ono funkcjonuje, a struktura aktywów determinuje w dużej mierze strukturę terminową źródeł finansowania. Finansowanie aktywów trwałych kapitałem stałym daje bezpieczeństwo finansowania przedsiębiorstwa w dłuższym okresie. Ryzyko utraty płynności finansowej ulega dodatkowemu

zmniejszeniu, jeżeli kapitał stały w części finansuje także aktywa obrotowe. Kapitał obrotowy netto jest wówczas dodatni, a wskaźnik bieżącej płynności (relacja aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych) jest większy od jedności. Wskaźnik ten mierzy zdolność przedsiębiorstwa do regulowania swoich bieżących zobowiązań, bez konieczności upłynniania aktywów trwałych, co zagrażałoby ciągłości prowadzonej działalności. Proporcje, w jakich aktywa obrotowe są finansowane kapitałem stałym i zobowiązaniami krótkoterminowymi, wynikają z przyjętej strategii finansowania majątku obrotowego. Wyróżnia się dwa skrajne podejścia w zakresie finansowania aktywów obrotowych: agresywne i konserwatywne.

Strategia agresywna zakłada utrzymywanie niskiego poziomu kapitału obrotowego netto. Ryzyko utraty płynności jest wówczas wysokie, a zarząd przedsiębiorstwa na bieżąco dostosowuje wysokość zobowiązań krótkoterminowych do potrzeb w zakresie finansowania aktywów obrotowych. Taka strategia zazwyczaj sprzyja utrzymaniu stosunkowo niskich kosztów finansowania.

Odmienne podejście reprezentuje strategia konserwatywna, która polega na finansowaniu aktywów obrotowych w znacznym stopniu kapitałem stałym. Poziom kapitału obrotowego netto jest wówczas wysoki, ale niewielkie jest za to ryzyko utraty płynności. Charakterystyczne dla tej strategii jest okresowe występowanie nadwyżek środków pieniężnych (tzw. nadpłynności), co z kolei skutkuje wyższymi niż w strategii agresywnej kosztami finansowania.

Wybór strategii finansowania aktywów obrotowych zależy od bardzo wielu czynników charakteryzujących zarówno sytuację finansową przedsiębiorstwa, jak i warunki finansowania oferowane na rynku. Zaliczyć do nich można przede wszystkim dostępność źródeł finansowania długo- i krótkookresowego, strukturę terminową stóp procentowych na rynku finansowym, wskaźniki rotacji aktywów obrotowych (np. ściągalność należności), a także skłonność zarządu przedsiębiorstwa do podejmowania ryzyka oraz jego aktywność w zakresie zarządzania płynnością.

3.2. Kapitał własny i kapitał obcy

Kluczowe znaczenie z punktu widzenia zarządzania wartością przedsiębiorstwa ma kształtowanie struktury kapitału – ustalenie udziału kapitału własnego i kapitału obcego w kapitale zainwestowanym w przedsiębiorstwie przez właścicieli i wierzycieli. Kapitał stały

przedsiębiorstwa może stanowić głównie kapitał własny lub też może być on uzupełniony o oprocentowane zobowiązania długoterminowe (kapitał obcy).

Utworzenie przedsiębiorstwa wymaga choćby minimalnego (zgodnie z regulacjami prawnymi, np. wynikającymi z kodeksu spółek handlowych) wyposażenia w kapitał własny (kapitał zakładowy). Funkcjonujące przedsiębiorstwo stara się zazwyczaj pozyskać kapitał własny w wysokości znacznie przekraczającej minimalne wymogi. Bezzwrotny kapitał własny jest bezpiecznym źródłem finansowania majątku przedsiębiorstwa. Zapewnia stabilizację finansową i ułatwia utrzymanie płynności finansowej. Kapitał własny przedsiębiorstwa stanowi też podstawę jego zdolności kredytowej. Majątek przedsiębiorstwa finansowany kapitałem własnym gwarantuje wierzycielom wypłacalność przedsiębiorstwa⁵.

Kapitał własny jest najczęściej niewystarczający do finansowania działalności, w szczególności rozwijającego się przedsiębiorstwa. Jest on więc uzupełniany zaciąganiem przez przedsiębiorstwo zobowiązaniami. Wykorzystanie kapitału obcego umożliwia działania ukierunkowane na optymalizację struktury kapitału, przy której wartość przedsiębiorstwa jest największa, a średni ważony koszt kapitału jak najmniejszy.

Koszt kapitału obcego jest niższy niż koszt kapitału własnego głównie ze względu na mniejsze ryzyko, jakie ponoszą wierzyciele, inwestując kapitał w przedsiębiorstwo (niższa jest oczekiwana przez nich premia za ryzyko). Koszt kapitału jest oczekiwaną przez inwestorów (odpowiednio właścicieli bądź wierzycieli) stopą zwrotu z zainwestowanego kapitału przy danym poziomie ryzyka⁶ – składa się na nią stopa zwrotu wolna od ryzyka i premia za ryzyko.

Zaciąganie przez przedsiębiorstwo oprocentowanych zobowiązań uruchamia mechanizm dźwigni finansowej, której głównym celem jest podwyższenie wskaźnika rentowności kapitału własnego (*ROE*). Efekty dźwigni finansowej są dla przedsiębiorstwa pozytywne, gdy rentowność operacyjna netto zainwestowanego w przedsiębiorstwie kapitału (*ROIC*) przewyższa średnie oprocentowanie zobowiązań po uwzględnieniu korzyści podatkowych (*i*):

$$\text{gdy } ROIC > i, \text{ wówczas } ROE > ROIC.$$

Z kapitałem obcym wiąże się możliwość odnoszenia korzyści podatkowych. Oprocentowanie zobowiązań stanowi koszt uzyskania przychodów, który obniża podstawę opodatkowania

⁵ Szerzej o funkcjach kapitału własnego i obcego w: J. Iekiewicz, *Pozyskanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, Oficyna Wyd. SGH, Warszawa 2001, s. 42-44.

⁶ A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału...*, *op.cit.*, s. 72.

wania podatkiem dochodowym. Wysokość potencjalnych korzyści podatkowych związanych z obsługą zadłużenia zależy od poziomu stawek podatkowych i wysokości wypracowywanych przez przedsiębiorstwo dochodów podlegających opodatkowaniu (przede wszystkim chodzi o poziom wyniku operacyjnego, od którego odejmowane są koszty finansowe). Znaczenie korzyści podatkowych związanych z płatnością oprocentowania zależy też od możliwości korzystania przez przedsiębiorstwo z innych osłon podatkowych (np. ulg inwestycyjnych czy zwiększonych odpisów amortyzacyjnych).

Pozyskiwanie kapitału obcego nie oznacza jedynie odnoszenia korzyści (optymalizacja struktury kapitału, efekty dźwigni finansowej czy efekty tarczy podatkowej); zadłużenie przedsiębiorstwa prowadzi także do pojawienia się ryzyka niewypłacalności (bankructwa) i kosztów trudności finansowych. Do kosztów trudności finansowych zalicza się tzw. bezpośrednie i pośrednie koszty bankructwa, które występują w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo ma problemy z terminowym wywiązywaniem się ze zobowiązań wobec wierzycieli. Oprócz kosztów związanych z utrzymaniem płynności przedsiębiorstwo ponosi również koszty utraconych możliwości rozwojowych (np. zaniechanie rentowych przedsięwzięć inwestycyjnych na skutek trudnej sytuacji finansowej).

Ryzyko niewypłacalności jest ściśle związane z ryzykiem operacyjnym prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności – im większa jest zmienność wyniku operacyjnego, tym większe prawdopodobieństwo wystąpienia problemów z obsługą długu. Wysokość kosztów trudności finansowych zależy od specyfiki działalności prowadzonej przez przedsiębiorstwo, takiej jak rodzaj wytwarzanych produktów (standardowych lub zindywidualizowanych), struktura aktywów w podziale na materialne i niematerialne, pozycja przedsiębiorstwa w stosunku do dostawców i odbiorców. Duży wpływ na sytuację przedsiębiorstwa przeżywającego problemy z obsługą zadłużenia mają regulacje prawno-instytucjonalne systemu finansowego kraju, w którym działa przedsiębiorstwo zagrożone bankructwem. Możliwość uzyskania pomocy finansowej państwa lub występowanie specjalnych regulacji zapewniających czasową ochronę upadającego przedsiębiorstwa wpływają na zmniejszenie pośrednich i bezpośrednich kosztów bankructwa.

O wysokości udziału kapitału obcego decydują również inne, oprócz wymienionych wyżej, czynniki, wynikające zarówno z sytuacji wewnętrznej przedsiębiorstwa, jak i otoczenia finansowego, tj. poziomu rynkowych stóp procentowych, sytuacji na rynku kapitałowym⁷.

⁷ Szerzej o tych czynnikach m.in. w: G. Hawawini, C. Viallet, *Finance for Executives. Managing for Value Creation*, South-Western Thomson Learning Cincinnati 2002, s. 371-382.

Do czynników zachęcających przedsiębiorstwa do zwiększania zadłużenia należy zaliczyć:

- wzrost rentowności kapitału własnego w efekcie działania dźwigni finansowej,
- korzyści podatkowe związane z oprocentowaniem długu,
- zwiększenie dyscypliny finansowej w gospodarowaniu środkami pieniężnymi w związku z koniecznością obsługi zadłużenia (sztywne płatności odsetek i rat kapitałowych),
- utrzymanie kontroli nad przedsiębiorstwem przez aktualnych właścicieli (zapobieganie „rozwodnieniu” kapitału własnego i groźbie wrogiego przejęcia),
- zapobieganie spadkowi cen akcji (wzrost zadłużenia redukuje tzw. koszty informacyjne, w szczególności w sytuacji niedowartościowania cen akcji spółki na rynku giełdowym),
- niskie rynkowe stopy procentowe.

Z kolei, głównymi czynnikami zniechęcającymi przedsiębiorstwa do zwiększania zadłużenia, które hamują wzrost udziału kapitału obcego w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa, są:

- ryzyko bankructwa i koszty trudności finansowych,
- zmniejszenie elastyczności finansowej przedsiębiorstwa i pogorszenie ratingu kredytowego (wysoki poziom zadłużenia zmniejsza możliwości zaciągnięcia dodatkowych zobowiązań w sytuacji pojawienia się trudności z utrzymaniem płynności finansowej lub znacznie zwiększa koszt kapitału obcego),
- koszty agencyjne związane z zadłużeniem, wynikające z konfliktu interesów właścicieli, zarządzających i wierzycieli,
- niedoinwestowanie przedsiębiorstwa ze względu na duże ryzyko finansowe, wysoki koszt kapitału lub brak możliwości finansowania inwestycji,
- brak możliwości wykorzystania w pełni korzyści podatkowych,
- zagrożenie dla stabilnych wypłat dywidend na skutek trudności finansowych,
- wysokie rynkowe stopy procentowe.

Przedsiębiorstwo pozyskuje kapitał obcy ze źródeł zewnętrznych, zaś kapitał własny może pochodzić zarówno ze źródeł zewnętrznych, jak i wewnętrznych. Dostępność źródeł wewnętrznych jest uwarunkowana głównie wysokością wypracowanego wyniku finansowego

netto, który jeżeli jest dodatni, podlega podziałowi na wypłaty dla właścicieli, oraz zysk zatrzymany, który powiększa kapitał własny (kapitał zapasowy) przedsiębiorstwa (wewnętrzne źródło kapitału własnego).

Do czynników wpływających na podział wypracowanego zysku netto należą:

- preferencje właścicieli/akcjonariuszy w zakresie podziału zysku (tzw. efekt klienteli) oraz wypracowana przez przedsiębiorstwo polityka dywidend (zawartość informacyjna zmian w wysokości oczekiwanych wypłat dywidend – tzw. efekt sygnalizacji),
- różnice w opodatkowaniu wypłacanych dywidend i zysków kapitałowych,
- poziom wypracowanych przez przedsiębiorstwo wolnych przepływów pieniężnych netto po uwzględnieniu obsługi zadłużenia (płynność finansowa przedsiębiorstwa),
- planowane przedsięwzięcia inwestycyjne, w tym przede wszystkim przewidywana rentowność reinwestowanego w przedsiębiorstwie kapitału,
- dostępność zewnętrznych źródeł kapitału własnego i obcego (sytuacja na rynku kapitałowym, zdolność kredytowa przedsiębiorstwa, poziom rynkowych stóp procentowych itp.),
- dążenie do optymalizowania struktury kapitału – przeznaczenie wypracowanego zysku na wykup i umorzenie własnych akcji/udziałów w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo jest zainteresowane zmniejszeniem, a nie zwiększeniem kapitału własnego.

W efekcie decyzji o wykorzystaniu wypracowanego zysku następuje zmiana kapitału własnego przedsiębiorstwa. Zazwyczaj część zysku netto jest reinwestowana i powiększa kapitał własny przedsiębiorstwa.

3.3. Pozyskiwanie kapitału na rynku publicznym i na rynku niepublicznym

Zewnętrzne źródła kapitału mogą pochodzić z rynku publicznego (publiczne emisje akcji lub dłużnych papierów wartościowych przez przedsiębiorstwo) lub z rynku niepublicznego (finansowanie przedsiębiorstwa przez kredyty bankowe, prywatne emisje akcji/powiększenie udziałów lub prywatne emisje papierów dłużnych).

Udział finansowania pochodzącego z rynku publicznego i niepublicznego w dużej mierze zależy od systemu finansowego ukształtowanego w kraju, w którym działa przedsiębiorstwo.

W krajach Europy kontynentalnej – Niemczech, Francji lub Holandii czy krajach Dalekiego Wschodu, jak Japonia, rynek korporacyjnych papierów wartościowych, a w szczególności rynek giełdowy, nie pełni dominującej roli w pozyskiwaniu kapitału przez przedsiębior-

stwa. Główne znaczenie w finansowaniu przedsiębiorstw ma system bankowy (kredyty bankowe). Z kolei w systemie anglosaskim (USA, Wielka Brytania) przedsiębiorstwa przede wszystkim pozyskują kapitał bezpośrednio od inwestorów na rynku papierów wartościowych, a finansowanie za pośrednictwem banków ma raczej charakter uzupełniający wobec kapitału uzyskanego przez emisję papierów wartościowych.

Jednak wszędzie tam, gdzie rozwinął się publiczny obrót papierami wartościowymi (na rynku giełdowym lub regulowanym rynku pozagiełdowym), przedsiębiorstwa działające w formie spółek akcyjnych podejmują strategiczne decyzje co do tego, czy akcje spółki mają być przedmiotem obrotu publicznego. Wejście akcji spółki na rynek publiczny może być dla przedsiębiorstwa korzystne, choć jednocześnie stwarza różne zagrożenia lub dodatkowe koszty.

Do najważniejszych korzyści i szans, jakie związane są z wejściem akcji spółki do obrotu publicznego, należą:

- dostęp do potencjalnie dużych zasobów kapitału, jaki jest inwestowany na rynku publicznym (zasoby kapitału na rynku niepublicznym są ograniczone do grupy wybranych inwestorów, zaś na rynku publicznym nabywcami papierów wartościowych mogą być wszyscy potencjalnie zainteresowani inwestowaniem kapitału),
- płynność obrotu papierami wartościowymi na rynku publicznym sprzyjająca obniżeniu kosztu pozyskiwanego przez przedsiębiorstwa kapitału,
- obiektywna, rynkowa wycena wartości przedsiębiorstwa oraz bieżąca weryfikacja na rynku kapitałowym decyzji zarządu i wyników osiąganych przez przedsiębiorstwo (przejawiająca się zmianami cen akcji), prowadząca do większej przejrzystości w zakresie zarządzania spółką,
- zwiększenie wiarygodności i prestiżu przedsiębiorstwa jako spółki giełdowej (publicznej).

Z pozyskiwaniem kapitału na rynku publicznym wiążą się jednak także różne zagrożenia i dodatkowe obciążenia. Są to przede wszystkim:

- wysokie koszty wejścia na rynek publiczny, w szczególności na rynek giełdowy,
- obowiązki informacyjne spółek giełdowych wymagające od przedsiębiorstw ujawnienia wszystkich istotnych informacji mogących mieć wpływ na kształtowanie się cen akcji (może to stwarzać zagrożenia ze strony konkurencji, która uzyskuje informacje o planach przedsiębiorstwa),
- możliwość wrogiego przejęcia spółki notowanej na rynku publicznym.

Ocena przez zarząd i akcjonariuszy wszystkich wad i zalet, jakie wiążą się z wejściem akcji spółki do obrotu publicznego prowadzi do podjęcia decyzji, czy przedsiębiorstwo zamierza pozyskiwać kapitał własny na rynku publicznym. Decyzja o każdej kolejnej emisji akcji spółki publicznej jest uzależniona przede wszystkim bieżących notowań akcji. Szczególnie dogodnym terminem do przeprowadzenia takiej emisji jest okres, którym akcje spółki są przewartościowane. W okresach niedowartościowania akcji zalecane jest wstrzymanie się z emisją. Emitowanie akcji przyczynia się bowiem najczęściej do okresowego spadku ich cen, głównie ze względu na skokowy przyrost podaży akcji spółki oraz tzw. rozwodnienie kapitału własnego, przejawiające się spadkiem wartości takich wskaźników, jak zysk netto przypadający na jedną akcję czy stopa zwrotu z kapitału własnego (*ROE*).

Jeżeli akcje spółki są niedowartościowane, ale przedsiębiorstwo jest zainteresowane pozyskaniem kapitału własnego, możliwe jest wykorzystanie instrumentów hybrydowych i wyemitowanie obligacji zamiennych na akcje. Przedsiębiorstwo pozyskuje poprzez emisje tych papierów wartościowych kapitał obcy, jednak zakłada się, że zostanie on w przyszłości zmieniony na kapitał własny poprzez konwersję obligacji na akcje spółki.

Pozyskiwanie kapitału obcego poprzez publiczną emisję papierów dłużnych (głównie obligacji korporacyjnych) nie jest ograniczone jedynie do spółek giełdowych. Decyzja o przeprowadzeniu publicznej bądź niepublicznej emisji obligacji jest każdorazowo podejmowana przez przedsiębiorstwo po dokładnej analizie wszystkich wad i zalet obrotu publicznego papierami wartościowymi.

3.4. Kapitał pozyskiwany na rynku krajowym i na rynkach zagranicznych

Prowadzenie przez przedsiębiorstwa działalności poza granicami własnego kraju oraz postępująca liberalizacja obrotów dewizowych w gospodarce światowej powodują, że przedsiębiorstwa coraz częściej wykorzystują nie tylko źródła finansowania w kraju, ale także źródła zagraniczne. Pozyskiwany kapitał może być denominowany zarówno w walucie krajowej, jak i obcej. Zadłużenie przedsiębiorstwa na rynku krajowym, ale denominowane w walucie obcej, pod wieloma względami upodabnia je do finansowania długiem zaciągniętym za granicą.

Poziom stóp procentowych jest ściśle związany z walutą zadłużenia, a przedsiębiorstwo posiadające zobowiązania w walutach obcych jest narażone na ryzyko walutowe. Stopy procentowe za granicą mogą być niższe niż krajowe. O rzeczywistym koszcie obsługi zadłu-

zenia w walutach obcych decydują jednak ostatecznie zmiany kursu walutowego w okresie od momentu zaciągnięcia tego długu do momentu jego spłaty. Różnice w stopach procentowych w kraju i za granicą mogą być zniwelowane zmianą kursu walutowego. Dywersyfikacja walutowa i geograficzna zadłużenia przedsiębiorstwa może prowadzić do ograniczenia ryzyka walutowego i w efekcie – do obniżenia kosztów finansowania.

Istotną przyczyną sięgania przez przedsiębiorstwo do kapitału zagranicznego – zarówno kapitału obcego, jak i własnego – jest uzyskanie szerszego dostępu do kapitału w szczególności, gdy zasoby kapitałowe na rynku krajowym są ograniczone. Pozyskiwanie kapitału na rynkach zagranicznych, a przede wszystkim na międzynarodowym rynku finansowym (tzw. rynku eurowalutowym), dokonuje się głównie przez emisję papierów wartościowych udziałowych lub dłużnych oraz w formie kredytów konsorcjalnych. Wejście na międzynarodowy rynek finansowy wymaga jednak poniesienia znacznych kosztów (np. związanych z uzyskaniem ratingu kredytowego od agencji międzynarodowej).

Zaciąganie zobowiązań w walutach obcych może wynikać również z chęci tzw. naturalnego zabezpieczenia operacji zagranicznych przed ryzykiem walutowych lub ryzykiem politycznym. Dotyczy to przede wszystkim przedsiębiorstw posiadających należności eksportowe lub inwestujących za granicą, czyli mających długą pozycję w danej walucie obcej. Zaciągnięcie pożyczki w tej walucie oznacza zamknięcie lub znaczne zmniejszenie otwartej pozycji walutowej i ograniczenie w ten sposób ekspozycji na ryzyko walutowe. Posiadanie aktywów i zobowiązań na tym samym rynku zagranicznym redukuje też ryzyko polityczne (ryzyko kraju, w którym prowadzona jest działalność).

Pozyskiwanie kapitału na rynkach finansowych za granicą, denominowanego w obcych walutach, stwarza zatem wiele korzyści przedsiębiorstwu, w tym przede wszystkim:

- szerszy dostęp do zasobów kapitałowych,
- niższy koszt kapitału (niższe stopy procentowe, wyższe ceny emisyjne, korzystne regulacje podatkowe na rynkach zagranicznych),
- dywersyfikacja źródeł finansowania w skali międzynarodowej (redukcja ryzyka i kosztów finansowania),
- „naturalne” zabezpieczanie operacji zagranicznych przed ryzykiem walutowym i politycznym,
- zwiększenie wiarygodności i prestiżu przedsiębiorstwa na rynkach zagranicznych (dotyczy to głównie przedsiębiorstw posiadających międzynarodowy rating kredytowy, które emitują papiery wartościowe na rynkach zagranicznych i euromarkcie).

Do głównych zagrożeń związanych z finansowaniem zagranicznym należą:

- ekspozycja na ryzyko walutowe (dotyczy przede wszystkim zadłużenia denominowanego w walutach obcych),
- wysokie koszty wejścia na międzynarodowe rynki finansowe.

Korzystanie z zagranicznych źródeł finansowania znacznie poszerza zasoby kapitałowe, z których może czerpać przedsiębiorstwo. Zwiększa się także zakres stosowanych instrumentów finansowych. Umiejętne wykorzystanie kapitału zagranicznego pozwala obniżyć koszt i ryzyko finansowania przedsiębiorstwa i przyczynić się tym samym do optymalizacji struktury kapitału.

3.5. Kapitał bilansowy i pozabilansowy – finansowanie warunkowe

Zapotrzebowanie na kapitał w przedsiębiorstwie wynika przede wszystkim z konieczności finansowania aktywów niezbędnych do prowadzenia działalności. Kapitał zainwestowany w przedsiębiorstwie przez właścicieli i wierzycieli (kapitał własny i obcy wykazywany w bilansie) służy finansowaniu aktywów operacyjnych netto (aktywa trwałe i aktywa obrotowe, pomniejszone o zobowiązania bieżące niepolegające oprocentowaniu). Jest to głównie tzw. kapitał operacyjny, niezbędny do prowadzenia działalności operacyjnej i inwestycyjnej, oszacowany przy założeniu o niewystępowaniu ryzyka.

Przedsiębiorstwo jest jednak narażone na różnego rodzaju ryzyko, takie jak np. rynkowe (wynikające ze zmian cen produktów, kursów walutowych i stóp procentowych), regulacyjne (zmiany uregulowań prawno-instytucjonalnych i podatkowych), działalności (zmiany na rynkach zbytu i zaopatrzenia, technologii i procedur zarządzania), płynności, kredytowe (zmiany zdolności kredytowej dłużników), zdarzeń losowych i inne⁸.

W związku z występującymi czynnikami ryzyka przedsiębiorstwo potrzebuje dodatkowego kapitału niezbędnego do pokrycia skutków ryzyka w prowadzonej działalności. Może on mieć charakter bilansowy i wówczas jego występowanie przejawia się nadwyżkami środków pieniężnych i innych krótkoterminowych aktywów finansowych, które nie są bezpośrednio potrzebne do prowadzenia działalności, ale stanowią zabezpieczenie na wypadek ryzyka. Koszty finansowania tego rodzaju aktywów obrotowych są zazwyczaj wyższe niż dochody,

⁸ O różnych czynnikach ryzyka, na jakie narażone jest przedsiębiorstwo, pisze m.in. Z. Marciniak, *Zarządzanie wartością i ryzykiem przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2001, s. 104-105.

jakie przynoszą przedsiębiorstwu (stopa zwrotu z płynnych lokat finansowych, np. w krótkoterminowe papiery wartościowe).

Kapitał na pokrycie ryzyka może mieć też charakter pozabilansowy. Są to źródła finansowania, które mogą być wykorzystane dopiero w sytuacji wystąpienia konkretnych zdarzeń. Takim finansowaniem jest wypłata odszkodowania, jeżeli przedsiębiorstwo ubezpieczyło swoją działalność od skutków takich zdarzeń. Przedsiębiorstwo może skorzystać także z kapitału warunkowego (*contingent capital*)⁹. Są to różnego rodzaju kontrakty opcyjne na kapitał bilansowy – własny lub obcy, takie jak opcje na emisję akcji (warunkowy kapitał własny) czy linia kredytowa oraz opcje na emisję obligacji (warunkowy kapitał obcy).

Cechą tych źródeł finansowania warunkowego jest z jednej strony – konieczność poniesienia kosztu nabycia przez przedsiębiorstwo opcji na kapitał, z drugiej zaś – warunki pozyskania tego kapitału, gdy zaistnieją określone okoliczności skutkujące powstaniem strat lub dodatkowych wysokich wydatków, są określone w momencie nabywania opcji i są znacznie korzystniejsze, niż gdyby były ustalane dopiero po pojawieniu się trudności finansowych przedsiębiorstwa. Pozabilansowy kapitał warunkowy może być uruchomiony w bardzo krótkim czasie, bez konieczności dodatkowych negocjacji co do jego kosztów i innych warunków pozyskania (np. ceny emisyjnej papierów wartościowych czy okresu spłat zobowiązań).

Do kapitału warunkowego zalicza się także kapitał bilansowy z wbudowanym zabezpieczeniem przed ryzykiem. Instrumentem warunkowego finansowania bilansowego są obligacje katastroficzne (*catastrophe bonds*), których obsługa i wykup mogą być wstrzymane, gdy zajdą ustalone wcześniej okoliczności. Oprocentowanie takich obligacji jest zazwyczaj wyższe niż obligacji zwykłych (zawiera dodatkową premię za wbudowaną w obligację opcję), jednak w sytuacji trudności finansowych przedsiębiorstwa płatności związane z obsługą tych obligacji są zmniejszane lub całkowicie anulowane.

Wykorzystanie różnych form kapitału warunkowego i pozabilansowego jest wynikiem integrowania w przedsiębiorstwie zarządzania ryzykiem i zarządzania kapitałem. Wybór źródeł finansowania bilansowego i pozabilansowego zależy od decyzji w zakresie ponoszenia (zatrzymania) ryzyka przez przedsiębiorstwo lub transferu ryzyka na inne podmioty (inwestorów na rynku kapitałowym, instytucje finansowe lub ubezpieczycieli).

⁹ Por. C. Culp, *Contingent Capital: Integrating Corporate Financing and Risk Management Decisions*, "Journal of Applied Corporate Finance", Spring 2002, s. 46-56; P. Shimpi, *Integrating Risk Management and Capital Management*, "Journal of Applied Corporate Finance", Winter 2002, s. 27-40.

Struktura kapitału przy integracji finansowania i zarządzania ryzykiem jest następująca:

Kapitał bilansowy:

- kapitał własny,
- kapitał obcy,
- kapitał hybrydowy (np. dług zamienny),
- kapitał warunkowy – kapitał obcy z wbudowanym zabezpieczeniem przez ryzykiem (transfer ryzyka na inwestorów).

Kapitał pozabilansowy:

- kapitał warunkowy – opcje na kapitał bilansowy własny, obcy lub hybrydowy (transfer ryzyka na inwestorów, banki),
- substytut kapitału własnego – transfer ryzyka na inne podmioty – ubezpieczycieli, instytucje finansowe); wykorzystanie polis ubezpieczeniowych i instrumentów pochodnych do zabezpieczenia się przed ryzykiem.

Integracja zarządzania ryzykiem i polityki finansowej przedsiębiorstwa wymaga nie tylko dobrej znajomości wszystkich dostępnych instrumentów finansowych, ale przede wszystkim wnikliwej analizy porównawczej kosztu kapitału bilansowego oraz kosztu finansowania pozabilansowego, tj. kosztów pozyskania opcji na kapitał, zakupu polis ubezpieczeniowych oraz nabycia instrumentów pochodnych zabezpieczających przed ryzykiem (kontraktów terminowych, opcyjnych i swapowych). Kształtowanie struktury kapitału przy wykorzystaniu kapitału warunkowego powinno w efekcie prowadzić do spadku lub przynajmniej stabilizacji kosztu kapitału.

4. Podsumowanie

Dokonany powyżej przegląd determinantów polityki finansowej przedsiębiorstwa nie wyczerpuje wszystkich czynników, jakie mogą mieć wpływ na decyzje w zakresie zarządzania kapitałem¹⁰. Zanalizowane zostały jedynie najważniejsze – zdaniem autorki – czynniki decydujące o wyborze rodzajów i źródeł pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa. Rola poszczególnych, wymienionych w artykule czynników w kształtowaniu polityki finansowej konkretnego przedsiębiorstwa zależy od specyfiki prowadzonej przez to przedsiębiorstwo działalności, jego aktualnej sytuacji ekonomiczno-finansowej, ale także od form i warunków finansowania oferowanych na rynkach kredytowych i kapitałowych w kraju oraz za granicą.

¹⁰ Interesujące wyniki badań nt. kryteriów decyzji finansowych podejmowanych przez zarządy przedsiębiorstw międzynarodowych zawarte są w: J. Graham, C. Harley, *How Do CFOs Make Capital Budgeting and Capital Structure Decisions?*, „Journal of Applied Corporate Finance”, Spring 2002, s. 8-22.