ROZDZIAŁ 14

Łukasz Zięba*

KREDYT BANKOWY DLA PRZEDSIĘBIORSTW A KAPITAŁ POZYSKIWANY Z RYNKU GIEŁDOWEGO W POLSCE I WYBRANYCH KRAJACH UNII EUROPEJSKIEJ. ANALIZA PORÓWNAWCZA

Wprowadzenie

Rozwijający się rynek finansowy, wprowadzanie nowych instrumentów finansowych do obrotu giełdowego i pozagiełdowego, zmieniające się otoczenie gospodarcze, powodują wzrost ryzyka i narastanie niepewności związanych z niewłaściwym wyborem metod zasilania finansowego. Istniejące alternatywne metody finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych są skierowane do konkretnych odbiorców. Muszą oni podjąć decyzję, która może być kluczową dla ich bytności na arenie gospodarczej, tym bardziej, że przedsiębiorstwa poszukujące kapitału na rynku finansowym mają rozmaite możliwości jego zdobycia. Celem opracowania jest zaprezentowanie najważniejszych metod zasilania kapitałowego przedsiębiorstw wraz z ich zaletami i wadami. Problem badawczy to analiza, na podstawie danych statystycznych wybranych krajów, wielkości pozyskanego kapitału z rynku giełdowego i porównanie go z sektorem bankowym, a także próba odpowiedzi na pytanie dlaczego przedsiębiorstwa preferują takie a nie inne metody zasilania kapitałowego.

* Mgr, Politechnika Radomska im. Kazimierza Pułaskiego w Radomiu, Katedra Biznesu i Finansów Międzynarodowych.

1. Rynkowy system finansowy

Rynkowy system finansowy, którego jednymi z głównych elementów są giełdy papierów wartościowych i system bankowy doczekał się na przestrzeni lat wielu definicji. Są one efektem wielu lat badań i analiz dokonanych przez ekonomistów i finansistów. Wśród pojęć określających system finansowy (tylko w części rynkowej, czyli bez udziału części publicznej¹) z bogatego dorobku literaturowego należy wymienić następujące definicje charakteryzujące system finansowy jako:

- tą część systemu ekonomicznego, która zapewnia świadczenie usług umożliwiających krążenie siły nabywczej w gospodarce²,
- miejsce zawierania transakcji mających za przedmiot szeroko rozumiany kapitał finansowy³,
- ogół transakcji papierami wartościowymi będącymi instrumentami udzielania kredytów krótko-, średnio-, i długoterminowych⁴,
- zbiór instytucji finansowych, sklasyfikowanych na podstawie określonych cech i na ich podstawie przyporządkowanych do odpowiednich grup,
- sieć obejmująca rynki finansowe, instytucje finansowe oraz pośredników finansowych – zapewniających realizację wszystkich finansowych planów przedsiębiorstw, rządu i gospodarstw domowych.

Powyższe definicje mają pewne cechy wspólne (rynek jako sieć instytucji, rynek jako miejsce wymiany kapitału), a autorzy kładą nacisk na różne jego elementy. Definicje rynkowego systemu finansowego nie wykluczają się, a wręcz przeciwnie – uzupełniają, co jest wynikiem podejścia do problemu przez poszczególnych autorów, akcentujących inne składowe systemu finansowego.

Szereg zadań jakie spełnia system finansowy można także pogrupować według ich przynależności do 1 z 3 funkcji opisujących system finansowy⁵:

¹ Z. Polański, *Wprowadzenie. System finansowy we współczesnej gospodarce rynkowej*, [w:] *System finansowy w Polsce*, B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.), Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 19, 44.

² *System finansowy w Polsce. Lata dziewięćdziesiąte*, B. Pietrzak, Z. Polański (red.), PWN, Warszawa 2000, ss. 17–18.

³ W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 16.

⁴ A. Kaźmierczak, *Pieniądz i bank w kapitalizmie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1993, s. 50.

- monetarna – regulowanie podaży pieniądza i kontrola jego przepływu,
- kapitałowo-redystrybucyjna – maksymalizacja zysku dzięki swobodnemu pozyskiwaniu, przemieszczaniu i lokowaniu kapitałów; transformacja ryzyka,
- kontrolna – nadzór i monitoring dokonywany przez powołane do tego celu instytucje, mający zagwarantować inwestorom bezpieczeństwo (zwiększyć prawdopodobieństwo odzyskania środków) oraz zwiększanie wartości ich kapitału.

Kolejnym zagadnieniem związanym z systemem rynku finansowego jest określenie jego struktury. Specjaliści zajmujący się tym problemem musieli wypracować odpowiednie metody do badania tych specyficznych struktur (np. wskaźniki: kredyt bankowy/PKB, kapitalizacja giełdy/PKB, źródła finansowania), aby określić które z wielu składowych systemu finansowego decydują w największym stopniu o jego strukturze. W najprostszym ujęciu strukturę systemu finansowego można określić jako zbiór powiązań pomiędzy jego elementami działającymi w konkretnym otoczeniu politycznym, prawnym, społecznym i ekonomicznym. W literaturze przedmiotu można spotkać rozmaite podejścia do badania struktury finansowego systemu rynkowego, wynikające z odmiennego podejścia do problemu poszczególnych autorów. S. Owsiak proponuje odmienne podejście do struktury systemu finansowego i stwierdza, że jego składowe to wzajemnie powiązana sieć podsystemów – bankowego, ubezpieczeń i finansów publicznych⁶.

Elementy systemu finansowego składające się na jego strukturę można przypisać do 3 kategorii⁷:

- instytucje finansowe, których głównym zadaniem jest dokonywanie transakcji instrumentami finansowymi,
- rynki finansowe, jako miejsca zawierania wszelkiego rodzaju umów, będących źródłem finansowania działalności gospodarczej⁸,
- infrastruktura systemu finansowego – podzielona na 2 rodzaje: techniczną (są to przyjęte w danym systemie rozwiązania organizacyjne, operacyjne i rozrachunkowe umożliwiające realizowanie funkcji, zarówno przez rynki jak i instytucje) i instytucjonalną (składają się na nią instytucje mające zapewnić prawidłowe funkcjonowanie systemu finansowego).

⁵ Z. Polański, *Wprowadzenie. System finansowy we współczesnej gospodarce rynkowej*, [w:] *System finansowy w Polsce*, B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.), Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, ss. 20–22.

⁶ S. Owsiak, *Podstawy nauki finansów*, PWE, Warszawa 2002, ss. 236–264.

⁷ A. Matysek-Jędrzych, *Struktura i modele systemu finansowego*, Bank i Kredyt nr 10, NBP 2007, s. 89.

⁸ W. Dębski, *Rynek finansowy...*, *op. cit.*, s. 15.

2. System zorientowany bankowo a system zorientowany rynkowo

We współczesnej gospodarce można wyodrębnić 2 podstawowe modele systemów finansowych:

- system bankowy (nazywany inaczej kontynentalnym, niemiecko-japońskim, bankowo zorientowanym), którego podstawę stanowią banki,
- system zorientowany rynkowo (system anglosaski, anglo-amerykański), w którym prym wiodą rynki finansowe (ewentualnie system, w którym rynki finansowe silnie konkurują z sektorem bankowym).

Ten umowny podział jest wynikiem badań, których zadaniem było określenie jaki system w danej gospodarce będzie pozwalał na jak najlepsze wykorzystanie potencjału ekonomicznego danego kraju; jaki system zapewni najefektywniejszą alokację zasobów oraz jakie czynniki miały najważniejszy wpływ na ukształtowanie się tych dwóch różnych modeli systemu finansowego. Za najbardziej oczywiste przykłady występowania tych systemów w krajach gospodarek rozwiniętych podaje się najczęściej Wielką Brytanię i Stany Zjednoczone dla modelu rynkowego (inne kraje to np. Kanada, Finlandia, Szwajcaria) oraz Niemcy i Japonię dla modelu bankowo zorientowanego (inne to Irlandia, Korea). Trzeba dodać, że zdecydowana większość członków Unii Europejskiej to kraje o systemie finansowym zorientowanym bankowo. Granica rozróżnienia tych systemów jest jednak bardzo płynna, bowiem niejednokrotnie w modelu anglosaskim można spotkać rozwiązania charakterystyczne dla modelu niemieckiego i odwrotnie.

Chcąc dokonać opisu obu modeli należy więc porównać ich cechy charakterystyczne, którymi mogą być:

- sposób zasilania finansowego przedsiębiorstw – wiodąca rola rynków finansowych w modelu anglosaskim i banków w modelu niemieckim,
- charakter relacji między przedsiębiorstwami a instytucjami finansowymi
 - często jednorazowe, krótkotrwałe relacje pomiędzy dłużnikami i wierzycielami w systemie rynkowym oraz długotrwałe powiązania i relacje pomiędzy kredytodawcą a kredytobiorcą w modelu bankowym, gdzie niejednokrotnie banki stają się akcjonariuszami bądź udziałowcami przedsiębiorstw i są postrzegane jako główne źródło finansowania zarówno bieżącej jak i inwestycyjnej działalności,
- regulacje organizacyjno – prawne – np. określenie zakresu działalności instytucji finansowych na rynkach finansowych (banki specjalistyczne w systemie rynkowym a banki uniwersalne w systemie kontynentalnym),
- wykorzystywane mechanizmy kontroli – np. w systemie bankowym stały monitoring inwestycji, posiadanie przez bank udziałów w firmach,

długoterminowe relacje; w systemie rynkowym nacisk ze strony akcjonariuszy (wypzedaż akcji), wrogie przejęcie; T. Kozłowski proponuje odmienne podejście do problematyki modelu systemu finansowego proponując podział na systemy oparte na kontroli zewnętrznej i wewnętrznej⁹.

- zarządzanie ryzykiem – efektywne zarządzanie ryzykiem w modelu rynkowym, dzięki zróżnicowanej ofercie instrumentów finansowych i mechanizmów zarządzania ryzykiem, w modelu bankowym – nadzorująca i kontrolna funkcja banków. Przyjmuje się, że w krajach o dużej skłonności inwestorów do ryzyka dominował będzie system rynkowy, natomiast system kontynentalny zadomowi się w gospodarkach o niskiej skłonności przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w przyjmowaniu ryzyka.

Obydwa modele systemu finansowego mają swoje wady i zalety, korzyści i koszty. Do najważniejszych zalet zaliczyć można:

- w systemie zorientowanym bankowo:
 - *corporate governance* – banki zbierają informacje o przedsiębiorstwach i kadrze zarządzającej, zwiększając tym samym efektywność alokacji kapitału i przyczyniają się do prawidłowego funkcjonowania ładu korporacyjnego,
 - działalność banków, dzięki możliwościom mobilizacji kapitału jest w stanie wykorzystać efekt ekonomii skali,
 - banki zarządzając różnymi rodzajami ryzyka zwiększają efektywność działań inwestycyjnych¹⁰,
- w systemie zorientowanym rynkowo¹¹:
 - firmy analityczne związane z działalnością rynków finansowych dostarczają informacji całemu rynkowi,
 - rynki wzmacniają ład korporacyjny poprzez ułatwianie operacji przejęć i umożliwienie przejrzystego powiązania wysokości wynagrodzeń kadry kierowniczej spółek rynkowych z efektami ich działalności (kwestia dyskusyjna w świetle nadużyć finansowych i nieprawidłowości księgowych w ostatnich latach),
 - rynki ułatwiają kompleksowe zarządzanie ryzykiem finansowym,

⁹ T. Kozłowski, *Problem struktury systemu finansowego w kontekście relacji pomiędzy przedsiębiorstwami niefinansowymi i sektorem finansowym*, „Bank i Kredyt”, nr 1, NBP 2007, ss. 59–60.

¹⁰ F. Allen, D. Gale, *Diversity of opinion and financing of new technologies*, „Journal of Financial Intermediation”, no. 8, 1999, pp. 1–22.

¹¹ *Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2002–2003*, J. Osiński, P. Wyczański, D. Tymoczko, A. Grąt (red.), NBP, Warszawa 2004, ss. 14–15.

- rynki mobilizują inwestorów do gromadzenia różnych sygnałów płynących z gospodarki i w ten sposób przyczyniają się do rozwoju ekonomicznego kraju.

Podsumowując, współczesna gospodarka globalna wymusza ciągłą ewolucję systemów finansowych. Czynniki takie jak skłonność do ryzyka, uwarunkowania prawne oraz zdolność do efektywnego stosowania prawa, preferencje odnośnie formy zasilenia finansowego, czy też poziom gospodarczy kraju odgrywają dużą rolę w procesach kształtujących modele systemu finansowego (szczególnie w gospodarkach w okresie przejściowym – *economies in transition*) i wpływają na jego modyfikacje.

We współczesnym świecie rynek finansowy odgrywa olbrzymią rolę w funkcjonowaniu gospodarki każdego państwa. Zapewnia transfer środków od podmiotów, które mają ich w nadmiarze, do tych którzy zgłaszają na nie zapotrzebowanie. Kredytodawcy/udziałowcy pożyczając/oddając swoje pieniądze stają się inwestorami, bowiem oczekują, że przekazane środki zwrócą im się w przyszłości, powiększone odpowiednio o odsetki lub określoną stopę zwrotu. Przez rynek finansowy przepływają więc środki służące do finansowania bieżącej i rozwojowej działalności gospodarczej zarówno w okresie krótkim (strumienie pieniądza) jak i długim (strumienie kapitału)¹². Rynek finansowy można zatem zdefiniować jako:

miejsce zawierania transakcji mających za przedmiot szeroko rozumiany kapitał finansowy, ogół transakcji papierami wartościowymi, będącymi instrumentami udzielania kredytów krótko-, średnio- i długoterminowych¹³.

W rozwiniętych gospodarkach rynkowych giełda papierów wartościowych to podstawowa instytucja rynku kapitałowego, zapewniająca mobilizację kapitału, jego transformację oraz wycenę. Na wtórnym rynku papierów wartościowych jest kanałem, przez który kapitały przepływają między inwestorami i odbiorcami, a jej znaczenie zależy od liczby notowanej na niej spółek i ich jakości, od wolumenu zawieranych transakcji, stopnia zaawansowania technologicznego czy też zasięgu terytorialnego. Pomimo tego że giełda papierów wartościowych jako instytucja jest znana od dawna (początki sięgają XVI wieku), to w literaturze przedmiotu nie doczekała się jednoznacznej definicji. Można jednak wyodrębnić w pojęciach ją opisujących kilka charakterystycznych i powtarzających się cech¹⁴:

- stałe miejsce i czas zawierania transakcji, zawieranych przez wyznaczony krąg odbiorców bez konieczności prezentowania przedmiotu transakcji w naturze,

¹² W. Dębski, *Rynek finansowy...*, op. cit., s. 15.

¹³ A. Kaźmierczak, *Pieniądz i bank...*, op. cit., s. 50.

¹⁴ W. Dębski, *Rynek finansowy...*, op. cit., s. 144.

- instytucjonalna forma obrotu, czyli oparcie go na regulacjach formalno-prawnych,
- jednorodność przedmiotu zawieranych transakcji.

W. Dębski identyfikuje natomiast 3 elementy, których istnienie jest niezbędne, aby giełda mogła właściwie realizować swoje funkcje¹⁵:

- regulamin określający zasady zawierania transakcji,
- zarząd giełdy wraz z wyspecjalizowanymi komórkami, czuwającymi nad przestrzeganiem postanowień regulaminu,
- odpowiednie wyposażenie materialne.

Giełdy jako najbardziej uregulowane formy handlu (inne o mniejszym stopniu regulacji to aukcje, targi, przetargi) zajmują się wymianą różnych dóbr. W związku z tym możemy podzielić giełdy na giełdy towarowe, papierów wartościowych, terminowe giełdy towarowe, frachtowe, energii, ubezpieczeniowe. Będąc przedmiotem niniejszego opracowania giełdy papierów wartościowych to miejsca, na których główny wolumen obrotu stanowią akcje i obligacje, a także certyfikaty inwestycyjne, kwity depozytowe i różne produkty strukturyzowane. Są to instrumenty finansowe o charakterze wierzycielskim i udziałowym. W zależności od tego jaki charakter działalności ma w statucie zapisana giełda przedmiotem obrotu mogą być wszystkie wymienione niżej papiery wartościowe lub ich część:

- akcje (wraz z nimi PDA – prawa do akcji oraz prawa poboru),
- obligacje,
- instrumenty pochodne – opcje, kontrakty *futures i forward*, *swapy*,
- certyfikaty inwestycyjne,
- listy zastawne i inne.

Giełdy specjalizują się w obrocie konkretnymi walorami (np. Chicago Board Options Exchange to giełda kontraktów opcyjnych, LIFFE – London International Financial Futures Exchange to z kolei giełda kontraktów terminowych futures). Warszawska giełda w przeważającej części opiera się na obrocie akcjami, a mniejszym stopniu na obrocie opcjami, kontraktami terminowymi i innymi instrumentami rynku kapitałowego. Problematyka artykułu dotyczy analizy nowych emisji akcji i obligacji na rynku giełdowym oraz innych alternatywnych form pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa – kredytu bankowego w Polsce i wybranych krajach Unii Europejskiej.

¹⁵ *Ibidem*, s. 144.

4. Formy zasilania finansowego przedsiębiorstw

Zasilenie finansowe może przybierać różne formy i w związku z tym podlegać różnym klasyfikacjom. Wg kryterium czasu dofinansowanie można podzielić na krótko-, średnio-, i długoterminowe. Wg kryterium podmiotowego można podzielić zasilenie finansowe na zewnętrzne i wewnętrzne. Przedmiotem zainteresowania autora artykułu jest zasilanie długoterminowe i zewnętrzne z naciskiem na emisje akcji i obligacji przez przedsiębiorstwa na rynku giełdowym oraz uzyskanie bankowego kredytu inwestycyjnego przez przedsiębiorstwa. Dwa podstawowe sposoby zdobywania kapitału przez przedsiębiorstwa będące przedmiotem analizy w niniejszym artykule to:

- emisja akcji/obligacji – decydując się na zdobycie środków kapitałowych z rynku giełdowego przedsiębiorstwo może podążać dwoma drogami. Pierwszą najbardziej powszechną, typową metodą jest emisja akcji, a drugą emisja obligacji. Decydując się na emisję akcji firma jednocześnie powiększa grono udziałowców lub/i oferuje papiery wartościowe dotychczasowym akcjonariuszom. W przypadku emisji obligacji staje się dłużnikiem inwestorów, którzy zakupili wyemitowane przez przedsiębiorstwo obligacje. Firma korzystając z oferty publicznej może wyemitować akcje zwykłe na okaziciela bądź akcje nieme posiadające zaletę w postaci braku praw korporacyjnych wynikających z posiadania akcji. Posiadacz akcji niemej dostaje rekompensatę w postaci np.: wyższej dywidendy za rezygnację z tych praw (nie ma prawa głosu, nie uczestniczy w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy). Jednocześnie emisja akcji powoduje upublicznienie spółki, co pociąga za sobą szereg praw i obowiązków. Niezaprzeczalnymi korzyściami z tego faktu są wzrost prestiżu spółki, powiększenie grona potencjalnych inwestorów, czy też uzyskanie dostępu do nowych źródeł finansowania przedsięwzięć firmy wskutek zwiększenia jej wiarygodności. Wejście na giełdę lub przeprowadzanie kolejnych emisji papierów wartościowych zapewnia firmie reklamę w środkach masowego przekazu, wzrost zainteresowania firmą, jest miejscem obiektywnej wyceny wartości spółki¹⁶. Istotną różnicą pomiędzy kredytem bankowym a emisją papierów udziałowych lub wierzycielskich jest to, że firma pozyskane z ich emisji środki może przeznaczyć na dowolny cel, natomiast przy kredycie bankowym wydatkowanie środków przekazanych przez bank jest ściśle określone w umowie pomiędzy kredytobiorcą a kredytodawcą.

¹⁶ I. Pruchnicka-Grabias, *Publiczna emisja papierów wartościowych jako źródło kapitału*, [w:] *Finansowanie działalności gospodarczej w Polsce. Wybrane aspekty*, I. Pruchnicka-Grabias, A. Szelągowska (red.), CeDeWu, Warszawa 2006, ss. 177–178.

– uzyskanie kredytu inwestycyjnego – kredyt inwestycyjny to jeden z instrumentów wykorzystywanych w długoterminowym finansowaniu przedsięwzięć inwestycyjnych. Jako zewnętrzne źródło finansowania wpływa na potrzeby rozwojowe firmy finansując zakup nieruchomości, maszyn i urządzeń, akcji, udziałów przedsiębiorstw, patentów, licencji i innych rzeczy powiększających majątek trwały przedsiębiorstwa¹⁷. Do głównych zalet kredytu można zaliczyć niską prowizję, a także różnorodność ofert kredytowych pod warunkiem istnienia na rynku odpowiedniej liczby banków udzielających kredyty inwestycyjne. Natomiast wady to przede wszystkim konieczność posiadania zabezpieczeń, ograniczona dostępność dla pewnych podmiotów (np. firm małych, młodych), czy też zwiększanie zadłużenia firmy. Decydując się na zaciągnięcie kredytu inwestycyjnego firma musi wziąć pod uwagę istotne czynniki:

- konieczność comiesięcznej spłaty rat,
- posiadanie zabezpieczeń kredytu,
- koszt pozyskania uzależniony od rodzaju banku, kondycji finansowej przedsiębiorstwa (stanu bilansu przedsiębiorstwa),
- wysokość wkładu własnego, gdyż banki udzielając kredytu inwestycyjnego wymagają, aby kredytobiorca uczestniczył w części projektu inwestycyjnego przeznaczając część swego kapitału,
- okres na jaki kredyt ma być przyznany,
- określenie wysokości kredytu.

Oprócz wyżej wymienionych sposobów pozyskiwania kapitału należy wymienić inne, np.:

- leasing – umowa leasingu jest wykorzystywana tam, gdzie występuje częściowy brak pieniędzy. Daje możliwość finansowania inwestycji z obcych środków trwałych (należących do leasingodawcy). Polega na odpłatnym użytkowaniu rzeczy przez leasingobiorcę bez prawa własności przez określony w umowie czas. Za płatności dokonywane w ratach właściciel rzeczy oddaje ją w użytkowanie leasingobiorcy, który w ten sposób może ją wykorzystywać do celów gospodarczych bez konieczności uiszczenia opłaty za jej równowartość. Zaletą tej formy finansowania jest uproszczona i szybka procedura zawarcia umowy, nie wymagająca dodatkowego zabezpieczenia majątkowego, specjalistycznej dokumentacji. Jednocześnie umożliwia dostęp do

¹⁷ A. Szelągowska, *Kredyty bankowe w działalności polskich przedsiębiorstw*, [w:] *Finansowanie działalności gospodarczej w Polsce. Wybrane aspekty*, I. Pruchnicka-Grabias, A. Szelągowska (red.), CeDeWu, Warszawa 2006, s. 20.

nowych technologii i nie zamyka firmie zdolności do korzystania z innych form pomocy finansowej,

- emisja KPD (krótkoterminowych papierów dłużnych) – KPD będące faktycznie instrumentem rynku pieniężnego umożliwiają finansowanie inwestycji poprzez mechanizm ich rolowania (emisja nowym KPD w zamian za wykup starych). Należy jednak mieć świadomość, że gdy inwestorzy przestaną wyrażać chęć na kolejne rolowanie emisji, wówczas dług stanie się wymagalny;
- *factoring* – usługa finansowa, polegająca na tym, że jedna strona umowy (faktor) kupuje nieprzeterminowane wierzytelności od drugiej strony kontraktu (faktoranta). Ponadto faktor zobowiązuje się świadczyć na rzecz faktora inne dodatkowe usługi, którymi mogą być: przeprowadzanie badań rynkowych, usługi księgowe, zarządzanie wierzytelnościami, badanie wiarygodności i wypłacalności dłużników faktoranta, windykacja należności, czy też przeniesienie na siebie ryzyka niewypłacalności dłużnika. Zakres czynności świadczonych na rzecz faktoranta zależy od umowy i rodzaju stosowanego faktoringu (*factoring* pełny – faktor przejmuje na siebie wierzytelności i ryzyko ich niewypłacenia przez dłużnika; *factoring* niepełny – faktor ściąga wierzytelności w swoim imieniu, ale na rachunek faktora). Factoring to usługa zdolna poprawić płynność przedsiębiorstwa i tym samym jego zdolność kredytową, wpłynąć pozytywnie na wizerunek firmy, jednakże jego skuteczność jest zależna od kondycji ekonomiczno-finansowej klientów oraz zdolności przyjmowania przez faktora ryzyka,
- *venture capital* – fundusze typu *venture capital* to fundusze tzw. podwyższonego ryzyka. Osobą inwestującą kapitał są przeważnie banki, które liczą na sukces inwestycji i duże zyski. Inwestycje tego typu są obarczone dużym ryzykiem, ponad połowa inwestycji przynosi straty. Jednakże te które odnoszą sukces, rekompensują inwestorom straty poniesione w przedsięwzięciach nieudanych. Fundusze *venture capital* „wchodzą” do spółki z określonym planem działania (wprowadzenie spółki na giełdę, sprzedaż inwestorowi strategicznemu) i na z góry określony czas (najczęściej od 5 do 10 lat). Poprzez realizację kolejnych etapów planu dążą do zwiększenia wartości spółki i odzyskania zainwestowanego kapitału wraz z zyskiem. Fundusz *venture capital* staje się udziałowcem i dostarcza kapitał właścicielski. W przeciwieństwie do kredytu bankowego nie zwiększa zobowiązań przedsiębiorstwa, nie wymaga przedstawienia zabezpieczeń, co jest niejednokrotnie trudne w przypadku młodych firm, których głównym aktywem jest zazwyczaj wiedza *know-how*, technologia lub pomysł na realizację konkretnego przedsięwzięcia. Natomiast fundusze *venture capital* są włączane do firmy jako pełnoprawny wspólnik (wymagają podzielenia się władzą),

mają często decydujący głos w sprawach firmy, ograniczają więc kompetencje założycieli bądź władz danego przedsiębiorstwa. Fundusze inwestycyjne *venture capital* poszukują inwestycji wśród firm niewielkich, ale mających szansę na ponadprzeciętny rozwój i dynamiczny wzrost wartości.

5. Kredyt bankowy dla przedsiębiorstw a nowe emisje akcji i obligacji

Alternatywa dla środków finansowych pozyskiwanych z rynku giełdowego to kredyt bankowy dla przedsiębiorstw. Jako źródło zasilania finansowego jest wykorzystywany zarówno w krótkim jak i długim okresie. Korzystają z niego zarówno firmy duże, małe i średnie. W latach dekoniunktury, gdy emisja akcji może być skazana na niepowodzenie, stanowi istotny element w pozyskiwaniu kapitału przez firmy. Statystyki zawarte w tabeli 1 przedstawiają wielkość udzielonego kredytu sektorowi prywatnemu przez banki. Francja, Niemcy oraz Hiszpania to kraje, które udzielają znacznie więcej kredytów niż pozostałe w zestawieniu. W 2008 r. suma udzielonych przez nie kredytów przekroczyła równowartość 10 bln USD. Czwarty pod względem wielkości udzielonych pożyczek w 2008 r. sektor bankowy Irlandii sprzedał ich ponad 5-krotnie mniej niż zajmujący 3 pozycję jego francuski odpowiednik. Jeżeli popatrzymy na przekrój czasowy to chociaż różnice w wielkości udzielonego kredytu są znaczne między 3 pierwszymi a 4 ostatnimi krajami, to jednak można zauważyć zmniejszanie się różnic. W 1995 r. stosunek kredytów udzielonych we Francji do kredytów irlandzkich wynosił prawie 29:1. Na przestrzeni 14 lat outsiderzy tego zestawienia (Węgry i Polska) zwiększyli udział kredytu bankowego w finansowaniu przedsięwzięć gospodarczych 10-krotnie, co wydaje się być dobrym rezultatem. W tym samym czasie Francja zwiększyła liczbę kredytów finansowych o 228%, Niemcy o 155%, a Hiszpania o 749%. We wszystkich krajach widać niezmiennie tendencję wzrostową w ilości udzielanych kredytów co może utwierdzić w przekonaniu o niesłabnącej popularności tej formy zasilania finansowego. Wydaje się, że zarówno kryzys lat 2000–2002 (bańka internetowa) jak i późniejszy kryzys, którego załączkiem stały się kredyty *sub-prime* nie miały znaczącego wpływu na wielkość udzielanego kredytu.

Tabela 3.**Kredyt dla sektora prywatnego w mld USD**

Kredyt dla sektora prywatnego w mld USD							
Rok	Francja	Niemcy	Grecja	Węgry	Irlandia	Polska	Hiszpania
1995	1 352,62	2 533,57	39,52	10,08	46,66	23,49	431,34
1996	1 304,02	2 591,76	43,17	9,97	54,36	30,14	455,54
1997	1 165,76	2 386,11	43,67	11,12	66,79	32,74	448,11
1998	b. d.	2 541,32	46,51	11,39	76,92	39,00	511,64
1999	1 188,63	2 478,63	55,53	12,52	97,80	42,83	553,56
2000	1 129,13	2 253,24	58,98	15,06	101,95	45,52	567,42
2001	1 176,39	2 234,51	74,54	17,55	115,51	51,93	616,06
2002	1 248,08	2 358,17	89,09	23,23	133,99	54,37	725,49
2003	1 589,06	2 818,77	124,90	35,68	180,84	60,86	1 000,27
2004	1 862,50	3 078,80	161,36	46,82	248,71	71,15	1 304,24
2005	1 979,93	3 114,73	191,07	56,54	324,23	87,94	1 642,86
2006	2 219,82	3 181,60	223,11	62,57	403,67	113,75	2 050,53
2007	2 725,71	3 498,34	286,84	85,15	516,99	167,76	2 625,14
2008	3 079,30	3 935,88	332,74	107,65	580,76	262,80	3 230,78

Źródło: www.worldbank.org, obliczenia własne.

Na giełdowym rynku akcji i obligacji korporacyjnych sytuacja wygląda podobnie. Na rynku akcji z zaprezentowanych krajów najbardziej skurczył się rynek francuski (a raczej NYSE Euronext, gdzie w latach 2008–2010 wielkość nowych emisji akcji zmalała 14-krotnie do poziomu środków lat 90-tych). Połączenie giełdy paryskiej z giełdami w Amsterdamie, Brukseli i Lizbonie zaowocowało wzrostem ilości nowych emisji. Jednocześnie duża wrażliwość na zmiany koniunkturalne (lata 2002, 2008–2010) przyczyniła się do znacznych wahań w wielkości nowych emisji udziałowych papierów wartościowych. Rynek niemiecki będący sztandarowym przykładem systemu zorientowanego bankowo wykazywał się dużymi fluktuacjami na giełdzie w aspekcie nowych emisji akcji. Przełom XX i XXI wieku to najlepszy okres niemieckiej prosperity na giełdzie. W szczytowym okresie wartość nowych emisji osiągnęła równowartość 25 mld dolarów USA. Ostatnie lata to stagnacja na niemieckim rynku giełdowym, jednakże dane za 2010 r. wskazują, że coraz więcej firm decyduje się na zasilenie kapitałowe poprzez emisje akcji. Najlepszym rokiem dla Grecji w niniejszym zestawieniu okazał się rok 2007 – w nim apogeum osiągnęła wartość nowych emisji akcji na giełdzie w Atenach. W następnym roku ilość wyemitowanych akcji skurczyła się 14-krotnie i pomimo dobrych

wyników w kolejnych latach należy zachować ostrożność co do rozwoju tego segmentu rynku finansowego, ze względu na powszechnie znaną sytuację wewnętrzną Grecji. Dla Polski kluczowy okazał się rok 2004. Od momentu przystąpienia kraju do Unii Europejskiej nastąpił duży wzrost nowych emisji akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Ponad 12 mld dolarów amerykańskich pozyskanych przez spółki giełdowe w 2010 r. to pozytywny wynik, świadczący o dobrym kierunku rozwoju rodzimej giełdy i jeszcze lepszy prognostyk na przyszłość.

Tabela 4.**Wartość nowych emisji akcji w mln USD**

Wartość nowych emisji akcji w mln USD							
Rok	Francja	Niemcy	Grecja	Węgry	Irlandia	Polska	Hiszpania
1995	13 760,55	22 996,26	320,26	b. d.	527,85	539,33	b. d.
1996	13 574,30	17 784,48	622,20	b. d.	1 481,36	350,33	5 251,54
1997	20 218,83	8 895,21	1 886,87	b. d.	2 573,66	831,77	b. d.
1998	31 187,74	24 329,84	4 018,83	b. d.	4 201,85	1 055,34	11 823,40
1999	29 330,73	16 721,78	13 456,54	b. d.	b. d.	366,01	57 582,53
2000	87 369,38	25 833,94	9 437,34	20,07	5 369,02	1 310,50	121 900,61
2001	80 253,15	2 573,44	1 240,58	22,64	4 012,86	716,48	b. d.
2002	35 954,73	202,69	1 823,56	3,13	1 548,59	141,05	21 389,50
2003	51 161,99	0,00	2 182,17	117,65	851,73	378,61	17 809,45
2004	44 877,19	2 492,97	671,40	77,00	1 789,41	3 538,07	38 586,54
2005	65 949,26	4 858,28	5 046,62	17,72	1 377,81	2 231,42	8 896,32
2006	100 378,18	11 700,59	4 478,44	9,14	4 853,96	2 859,86	28 231,13
2007	b. d.	10 825,56	14 769,21	46,19	9 104,75	8 504,69	116 769,93
2008	195 898,98	547,84	1 076,31	55,63	808,64	4 664,66	32 378,13
2009	106 838,73	134,58	5 983,99	18,87	2 770,63	8 569,21	20 610,03
2010	13 980,87	835,20	5 269,59	377,16	6 807,44	12 438,90	36 629,14

Źródło: www.world-exchanges.org, fese.be. Od 2000 roku wartości nowych emisji akcji we Francji dotyczą giełdy Euronext i następnie NYSE Euronext. Od roku 2002 wartości nowych emisji akcji w Hiszpani dotyczą grupy hiszpańskich giełd BME.

Na rynku obligacji giełdowych zdecydowany prym wiedzie Francja. Giełda paryska tworząca od 2000 r. wraz z innymi giełdami skonsolidowany rynek akcji i obligacji pod nazwą NYSE Euronext zanotowała w rekordowym roku 2003 wartość kapitału z nowych emisji obligacji rzędu 2,2 bln \$. Przedsiębiorstwa na tej giełdzie pozyskują kapitał finansowy w tej formie

w wielkościach oscylujących w ostatnich latach wokół 500 mld USD. W 2008 r. emisja obligacji korporacyjnych przewyższyła o 200 mld \$ wartość emisji obligacji skarbowych. W pozostałych latach obie wartości były do siebie zbliżone. W przypadku Niemiec sytuacja jest zgoła odwrotna – w roku 2008 i 2010 wartość emisji obligacji skarbowych była 100-krotnie większa od wartości emisji obligacji przedsiębiorstw, a w roku 2009 250-krotnie. Jeżeli chodzi o Polskę i Irlandię rynek giełdowy obligacji opiera się w głównej mierze na obligacjach skarbowych. Sytuacja ta może w Polsce ulec radykalnej zmianie na korzyść obligacji korporacyjnych wraz z utworzeniem pod koniec 2009 r. nowej platformy obrotu (w tym i giełdowego) tylko i wyłącznie obligacjami – CATALYST.

Tabela 5.

Wartość nowych emisji obligacji przedsiębiorstw w mln USD

Wartość nowych emisji obligacji przedsiębiorstw w mln USD							
Rok	Francja	Niemcy	Grecja	Węgry	Irlandia	Polska	Hiszpania
1995	11 753,38	329 828,01	10,23	b. d.	1 089,92	b. d.	6 380,89
1996	25 941,47	342 673,61	620,73	b. d.	1 367,98	b. d.	5 276,37
1997	24 780,75	b. d.	258,92	b. d.	1 110,32	b. d.	6 045,66
1998	22 623,24	530 763,13	b. d.	b. d.	4 024,12	b. d.	6 585,09
1999	36 513,98	205 010,42	b. d.	b. d.	1 304	b. d.	19 845,42
2000	93 439,9	450 549,87	b. d.	36,35	1 881,62	2,22	12 891,97
2001	80 935,8	225 903,21	b. d.	190,47	886,69	b. d.	14 588,95
2002	203 542,34	340 238,68	b. d.	9 088,4	b. d.	12,27	b. d.
2003	2 251 259,41	320 775,92	b. d.	1 771,18	b. d.	11,65	b. d.
2004	143 724,3	131 690,31	b. d.	2 050,02	b. d.	112,92	b. d.
2005	173 437,41	b. d.	b. d.	1 443,29	b. d.	22,97	b. d.
2006	147 916,3	b. d.	13,91	1 383,06	b. d.	b. d.	b. d.
2007	232 618,81	b. d.	b. d.	1 015,6	b. d.	b. d.	b. d.
2008	573 928,12	1 918,85	b. d.	3 740,62	b. d.	b. d.	b. d.
2009	518 217,82	4 407,22	b. d.	5 185,16	b. d.	2 341,53	b. d.
2010	456 848,19	5 168,08	332,12	1 467,84	b. d.	2 381,94	b. d.

Źródło: www.world-exchanges.org, fese.be. Od 2000 roku wartości nowych emisji obligacji przedsiębiorstw we Francji dotyczą giełdy Euronext i następnie NYSE Euronext. Od roku 2002 wartości nowych emisji obligacji korporacyjnych w Hiszpani dotyczą grupy hiszpańskich giełd BME.

6. Podsumowanie i wnioski

Wybór odpowiedniej metody dokapitalizowania przedsiębiorstwa to istotna decyzja na kolejnych etapach rozwoju firmy. Głównym czynnikiem decydującym o wyborze rodzaju zasilenia finansowego jest koszt jego uzyskania. Jest to najważniejszy, ale nie jedyny czynnik mający wpływ na decyzje firm odnośnie wyboru metody finansowania inwestycji (inne to np.: dostępność alternatywnych form finansowania, ryzyko, dalsze zadłużanie, wielkość pozyskiwanego kapitału oraz jego dostępność). Niezmiennym zainteresowaniem cieszą się przedstawione powyżej metody finansowania inwestycji. Zarówno kredyt bankowy dla przedsiębiorstw jak i emisje papierów wartościowych na giełdzie to te formy zasilenia finansowego o które starają się przedsiębiorstwa, chcące poprawić swoją pozycję konkurencyjną na rynku, rozszerzyć zakres działalności czy też dokonać inwestycji na rynku finansowym. Z zarysowanej analizy porównawczej tych dwóch metod zasilania finansowego na pierwszym planie uwidacznia się zdecydowana przewaga kredytu bankowego inwestycyjnego jako tej formy, po którą najchętniej sięgają przedsiębiorcy w analizowanych krajach. Elementy instytucjonalne, strukturalne, polityczne oraz uwarunkowania historyczne systemu finansowego zorientowanego bankowo powodują dominację tej formy zasilania kapitałowego przedsiębiorstw. Dominacja jest najbardziej widoczna na przykładzie gospodarki niemieckiej gdzie w 2008 r. wartość udzielonych kredytów przewyższała wartość kapitału z emisji akcji i obligacji 1595 razy. W tym samym roku odpowiednio w Grecji i Irlandii ta sama zależność wynosiła odpowiednio 309 i 718 razy. Z reguły kapitał pozyskiwany z banku to wielokrotność kapitału pozyskiwanego z giełdy rzędu kilkudziesięciu razy. Zdarzają się jednak sytuacje odwrotne, choć niezmiennie rzadko. We Francji w 2003 r. kapitał pozyskany z kredytu bankowego stanowił zaledwie 69% kapitału uzyskanego z giełdy. Należy zaznaczyć, że była to sytuacja jednorazowa i zapewne przyczynił się do niej fakt stworzenia z kilku kluczowych giełd europejskich jednego scalonego systemu NYSE Euronext. W Polsce nasilenie kapitału pozyskanego z banku przypada na lata 1999, 2002 i 2003. Jednakże tendencja przewagi kapitału mającego bankowe pochodzenie dominuje w rzeczywistości gospodarczej naszego kraju i pozostałych. Przyczyn tak zdecydowanej przewagi kredytu bankowego jako formy zasilania finansowego należy upatrywać w przyzwyczajeniach inwestorskich, szybkości uzyskania kredytu (po spełnieniu wymagań niezbędnych do jego otrzymania). Jego znaczenie znacznie wzrasta w czasach kryzysów gospodarczych. Ryzyko niepowodzenia emisji giełdowej, stosunkowo długi okres przygotowawczy emisji, skłania wiele podmiotów w stronę czasem droższego rozwiązania jakim jest kredyt inwestycyjny długoterminowy.

Bibliografia

- Allen F., Gale D.**, *Diversity of opinion and financing of new technologies*. „Journal of Financial Intermediation”, no. 8, 1999.
- Bień W.**, *Rynek papierów wartościowych*, Difin, Warszawa 1999.
- Dębski W.**, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Finansowanie działalności gospodarczej w Polsce. Wybrane aspekty*, **I. Pruchnicka-Grabias, A. Szelągowska (red.)**, CeDeWu, Warszawa 2006
- Kaźmierczak A.**, *Pieniądz i bank w kapitalizmie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1993.
- Kozłowski T.**, *Problem struktury systemu finansowego w kontekście relacji pomiędzy przedsiębiorstwami niefinansowymi i sektorem finansowym*, „Bank i Kredyt”, nr 1, NBP 2007.
- Matysek-Jędrych A.**, *Struktura i modele systemu finansowego*, „Bank i Kredyt”, nr 10, NBP 2007.
- Owsiak S.**, *Podstawy nauki finansów*, PWE, Warszawa 2002.
- Polański Z.**, *Wprowadzenie. System finansowy we współczesnej gospodarce rynkowej*, [w:] *System finansowy w Polsce*, **B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.)**, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2002–2003*, **J. Osiński, P. Wyczański, D. Tymoczko, A. Grąt (red.)**, NBP, Warszawa 2004.
- System finansowy w Polsce. Lata dziewięćdziesiąte*, **B. Pietrzak, Z. Polański (red.)**, PWN, Warszawa 2000.
- Tymuła I.**, *Rynek pieniężny. Studium Bankowości t. II*, Gdańska Akademia Bankowa, Gdańsk 2001.
- Zabielski K.**, *Finanse międzynarodowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.

**KREDYT BANKOWY DLA PRZEDSIĘBIORSTW
A KAPITAŁ POZYSKIWANY Z RYNKU GIEŁDOWEGO
W POLSCE I WYBRANYCH KRAJACH UNII EUROPEJSKIEJ.
ANALIZA PORÓWNAWCZA**

Streszczenie

Praca rozpoczyna się od przedstawienia modeli rynkowego systemu finansowego. Następnie scharakteryzowane zostają alternatywne metody finansowania rozwoju firm. Na koniec w oparciu o dane statystyczne została przeprowadzona analiza porównawcza dwóch wiodących form zasilania finansowego przedsiębiorstw (na przykładzie Polski i kilku wybranych krajów Unii Europejskiej (Francji, Niemiec, Węgier, Irlandii, Grecji i Hiszpanii) – kredytu bankowego dla przedsiębiorstw oraz emisji akcji i obligacji na rynku giełdowym.

**BANK CREDIT VS THE STOCK MARKET AS SOURCES
OF CAPITAL FOR ENTERPRISES IN POLAND
AND SELECTED EU COUNTRIES. COMPARATIVE ANALYSIS**

Abstract

The paper begins with a description of financial system market models. The author continues with the analysis of alternative methods used in financing business development. Finally, comparative analysis is carried out based on statistical data concerning two predominant ways of a company's financial supply. The first one is bank credit for enterprises and the second one is issue of shares and bonds on stock exchanges. A conducted examination refers to Poland and several countries of choice from the European Union – France, Germany, Hungary, Ireland, Greece and Spain.