

PATRYCJA BĄK*

Charakterystyka źródeł pozyskiwania kapitału i finansowania działalności przedsiębiorstw górniczych. Część 1: Źródła kapitału własnego

Słowa kluczowe

Emisja akcji, finansowanie hybrydowe, górnictwo węgla kamiennego, kapitał własny, Private Equity, Venture Capital, zysk zatrzymany

Streszczenie

W artykule przedstawiono źródła pozyskiwania kapitału własnego. Ponadto zaprezentowano formy finansowania majątku własnego wraz z omówieniem istoty kapitału. W strukturze kapitału najogólniej wyróżnić można dwie grupy składników, a mianowicie:

- kapitał własny,
- kapitał obcy, który może być kapitałem długo- lub też krótkoterminowym.

W publikacji zaprezentowano również zasady finansowe.

Scharakteryzowano następujące źródła pozyskania kapitału własnego: emisja akcji i instrumentów pochodnych, finansowanie hybrydowe, zysk zatrzymany oraz Private Equity, Venture Capital.

Wprowadzenie

Zasadniczym celem przedsiębiorstwa funkcjonującego w warunkach gospodarki rynkowej jest utrzymanie płynności finansowej, oznaczającej zdolność do terminowego regulowania zobowiązań bieżących. Płynność finansowa decyduje o istnieniu firmy na rynku, a jej brak oznacza początek bankructwa (Riehl 2001).

* Dr , Wydział Górnictwa i Geoinżynierii AGH, Kraków.

Recenzent prof. dr hab. inż. Czesław Cyrnek

Trwający od kilkunastu lat proces restrukturyzacji polskiego górnictwa węgla kamiennego, pomimo że przyniósł znaczące osiągnięcia w zakresie jego sanacji i dostosowania do funkcjonowania w warunkach gospodarki rynkowej, nie został zakończony. W znacznym stopniu ograniczono zatrudnienie w kopalniach, likwidacji poddanych zostało wiele nierentownych kopalń, zahamowano narastające lawinowo zobowiązania oraz przekazano do otoczenia część zbędnego majątku nieprodukcyjnego z kopalni, obciążającego koszty produkcji. Nie udało się jednak doprowadzić przedsiębiorstw górniczych do całkowitej rentowności, oddłużenia kopalni, a tym samym do skutecznego funkcjonowania w warunkach gospodarki rynkowej (Gajdka, Walińska 1998).

Równoległe ze zmianami organizacyjnymi, technicznymi, własnościowymi prowadzono w przedsiębiorstwach górniczych działania, które należy określić mianem restrukturyzacji finansowej. Sektor węgla kamiennego w Polsce jako sektor zadłużony poszukuje różnych źródeł finansowania.

1. Źródła oraz formy finansowania majątku

Jednym z czynników zwiększających rentowność kapitałów własnych jest wzrost zaangażowania kapitałów obcych. Jednakże wzrost ten będzie oddziaływał pozytywnie tylko wówczas, gdy przedsiębiorstwo korzysta z efektu dźwigni finansowej. Menadżer finansowy powinien zatem odpowiednio kształtować strukturę kapitałową tak, aby ważony koszt kapitału był najmniejszy, a wartość przedsiębiorstwa największa (Cąkała 2000).

W literaturze sformułowanych jest wiele różniących się między sobą definicji kapitału. W najbardziej ogólnym ujęciu przez kapitał rozumie się całokształt zaangażowanych w przedsiębiorstwie wewnętrznych i zewnętrznych, własnych i obcych, terminowych i nieterminowych zasobów. Zgodnie z tą definicją kapitał może przyjmować postać materialną – aktywa bilansu, i niematerialną – pasywa bilansu. W dosłownym rozumieniu tego słowa kapitał określa jednak źródła finansowania. Dwie przedstawione formy kapitału (materialna i niematerialna) oraz zasada bilansowa, w myśl której aktywa równają się pasywom powoduje, że kapitał jest często utożsamiany z ogólną sumą pasywów. Większość autorów coraz częściej jednak odróżnia strukturę kapitałową od finansowej. Różnica między tymi strukturami sprowadza się do zakresu składników. Struktura finansowa jest pojęciem szerszym, ponieważ obejmuje swoim zakresem całość pasywów. Struktura kapitałowa jest natomiast pojęciem węższym. Spotyka się dwie grupy poglądów, które różnią się zakresem uwzględnianych składników. Według tych stanowisk kapitał to suma:

- kapitału własnego i kapitału obcego długoterminowego,
- kapitału własnego oraz kapitału obcego długo- i krótkoterminowego oprocentowanego.

Biorąc pod uwagę, że wierzyciele i właściciele inwestując kapitał w przedsiębiorstwie oczekują określonych dochodów, jakie mogą uzyskać z tego rodzaju inwestycji w postaci oprocentowania (kapitał obcy) lub też dywidendy i wzrostu kursu akcji (kapitał własny), to istotę kapitału lepiej oddaje druga z przedstawionych definicji. Oba rodzaje kapitału obcego

długo- i krótkoterminowy są oprocentowane i wiąże się z nimi ryzyko niewypłacalności (Horszczak 2001).

Różnicę między strukturą finansową a kapitałową stanowią więc zobowiązania nieoprocentowane, np. z tytułu dostaw i usług, wynagrodzeń, podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń. Wolne od oprocentowania zobowiązania z tytułu dostaw i usług nie oznaczają, że przedsiębiorstwo nie ponosi żadnych kosztów z tego tytułu. Koszty te nie są jednak mierzone stopą procentową, a opustem za płynność. Poziom kredytowania przez dostawców jest wynikiem przede wszystkim polityki handlowej stosowanej przez dostawców, a nie efektem działań przedsiębiorstwa dotyczących kształtowania struktury kapitałowej.

W strukturze kapitału najogólniej wyróżnić można dwie grupy składników, a mianowicie:

- kapitał własny,
- kapitał obcy, który może być kapitałem długo- lub krótkoterminowym.

Kapitał własny to kapitał pierwotny pochodzący z wkładów właścicieli wniesionych na czas nieograniczony bez gwarancji oprocentowania. Zgodnie ze znowelizowaną ustawą o rachunkowości, kapitał (fundusz) własny definiowany jest za pośrednictwem pojęcia „aktywów netto”, czyli aktywów jednostki pomniejszonych o szeroko rozumiane zobowiązania i rezerwy na zobowiązania. Obecnie w strukturze kapitału własnego wyróżnić można:

- kapitał (fundusz) podstawowy, korygowany *in minus* o należne wpłaty na kapitał podstawowy oraz udziały (akcje) własne,
- kapitał (fundusz) zapasowy,
- kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny,
- pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe,
- zysk (strata) z lat ubiegłych,
- zysk (strata) netto,
- odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna).

Kapitał własny w spółkach akcyjnych może pochodzić z emisji akcji (kapitał zakładowy) lub też z zysku zatrzymanego. Zmiany wysokości kapitału własnego mogą też wynikać z aktualizacji wyceny. Znowelizowana ustawa o rachunkowości rozszerza liczbę tytułów zdarzeń powodujących zmiany wysokości kapitału (funduszu) z aktualizacji wyceny. Oprócz dotychczasowej aktualizacji wyceny środków trwałych dokonywanej na podstawie stosowanego rozporządzenia, obecnie możliwe są też dalsze korekty. Wysokość kapitału własnego kształtują zatem też skutki wyrażenia w cenach rynkowych inwestycji zaliczanych do aktywów trwałych (nieruchomości, praw, papierów wartościowych) oraz przeliczenia na walutę polską danych oddziałów (zakładów) zagranicznych przy sporządzaniu łącznego sprawozdania finansowego (różnice kursowe).

Innym źródłem samofinansowania rozwoju jest amortyzacja. Odpisy amortyzacyjne zmniejszają wartość początkową środków trwałych i wartości niematerialnych i prawnych wskutek ich używania lub upływu czasu. W praktyce przedsiębiorstwa nie utrzymują

funduszy amortyzacyjnych w formie rezerw, dlatego też amortyzacja w miarę dokonywania odpisów może być wykorzystywana na nowe inwestycje. Wielkość środków pochodzących z amortyzacji uzależniona jest od kapitałochłonności prowadzonej działalności oraz od stosowanych metod amortyzacji. Zgodnie ze znowelizowaną ustawą o rachunkowości, odpisów amortyzacyjnych dokonuje się drogą systematycznego, planowanego rozłożenia wartości początkowej środka trwałego na ustalony okres amortyzacji. Amortyzacja będąc kosztem zmniejsza wysokość zysku do opodatkowania, tym samym może być źródłem korzyści podatkowych.

Kapitał własny pełni w przedsiębiorstwie wiele funkcji, do których zaliczyć można funkcję:

- założycielską – powstanie przedsiębiorstwa uzależnione jest od wniesienia wkładu kapitałowego,
- finansową – kapitał własny jest traktowany jako źródło pokrycia strat,
- gwarancyjną – ponieważ stanowi zabezpieczenie dla wierzycieli przy ubieganiu się o kapitały obce,
- wyrównawczą – posiadane przez przedsiębiorstwo rezerwy kapitałowe pozwalają na pokrycie bieżących strat i wypłatę dywidend,
- pomiarową – jego wielkość jest podstawą do podziału dywidendy,
- reprezentacyjną – poziom i struktura kapitału własnego świadczą o sytuacji finansowej przedsiębiorstwa i jego pozycji.

Strategia finansowa wyrażająca się w preferencji określonych źródeł oraz w występujących proporcjach długo- i krótkoterminowego finansowania musi być przedmiotem ciągłej analizy w zakresie możliwych wariantów przy założeniu maksymalizacji ceny rynkowej akcji w ujęciu długookresowym. Punktem wyjścia dla oceny przedstawionych zagadnień mogą być tzw. zasady finansowe, a mianowicie (Waśniewski, Skoczylas 2002):

Zasada utrzymania płynności. Wielkość kapitału zaangażowana w przedsiębiorstwie powinna zabezpieczać w każdym momencie zdolność przedsiębiorstwa do pokrycia zobowiązań.

Zasada odpowiedniego ryzyka. Przedsiębiorstwo musi zabezpieczyć ryzyko operacyjne odpowiednią wielkością kapitału własnego. Dzięki temu możliwe jest stworzenie długoterminowej, stabilnej i pewnej sieci zbytu. Szczególnie istotna jest ta zasada w sektorach, gdzie występują zmiany, szybki postęp techniczny oraz innowacje produkcyjne.

Zasada efektywności finansowania. Pozyskiwanie środków na działalność gospodarczą wiąże się z określonym kosztem. Uwzględniając wcześniej sformułowane zasady, należy stworzyć taką kombinację źródeł kapitału, przy której jego koszt jest najniższy, a wartość firmy największa.

Zasada utrzymania samodzielności i niezależności. Ze sposobów finansowania wynika określony wpływ na zarządzanie przedsiębiorstwem. Wprawdzie formalnie tylko właściciele mają wpływ na zarządzanie przedsiębiorstwem, to jednak znaczny stopień zadłużenia powoduje, że samodzielność ta ograniczona jest przez wierzycieli. Prolongata i uzyskanie

nowych kredytów uzależniona jest od osiągnięcia przez przedsiębiorstwo wielkości określonych przez bank. Również dopływ nowych akcjonariuszy może spowodować zmianę prawa głosu.

Zasada kształtowania optymalnego obrazu finansowania. Od przedstawienia źródeł finansowania przedsiębiorstwa w bilansie zależy pozycja przedsiębiorstwa na rynkach zbytu i zaopatrzenia. Jest to szczególnie ważne przy ubieganiu się o nowe źródła zasilania. Badanie struktury kapitałowej przy uwzględnieniu przedstawionych zasad jest szczególnie ważne w analizach *ex ante*. W analizie *ex post* politykę finansową przedsiębiorstwa ocenia się najczęściej w oparciu o bilans analityczny, wykorzystując analizę wskaźnikową. W ocenie wspomaganie finansowego istotna jest zarówno wielkość, jak i zmiany poziomu wskaźników w czasie (Waśniewski, Skoczylas 2002).

2. Emisja akcji i instrumentów pochodnych

Akcja jest to instrument finansowy (papier wartościowy) reprezentujący częściowy udział jego właściciela w kapitale spółki akcyjnej. Akcjonariusz, czyli właściciel akcji, ma ustalone prawa i obowiązki. Najważniejszym prawem akcjonariusza jest prawo do udziału w zyskach spółki. Ponadto akcjonariusz ma prawo uczestniczyć w walnym zgromadzeniu (zebranie wszystkich akcjonariuszy) i tą drogą wpływać na decyzje spółki. Każdy akcjonariusz odpowiada za zobowiązania spółki akcyjnej jedynie do wysokości wpłaconego kapitału. Część zysku wypracowanego przez firmę stanowi dochód akcjonariuszy, nazywany dywidendą.

W przypadku akcji wyodrębnia się trzy ceny:

- cenę nominalną, która ustalona jest w statucie spółki,
- cenę rynkową, ustaloną na giełdzie, na rynku pozagiełdowym lub na rynku transakcji prywatnych,
- cenę emisyjną, która pojawia się w przypadku sprzedaży, subskrypcji akcji na rynku pierwotnym.

Różnica pomiędzy ceną emisyjną a nominalną danej akcji zasila kapitał zapasowy spółki. Ze względu na rodzaj i zakres uprawnień przypisanych do akcji rozróżnia się:

- akcje zwykłe, nabywcy takich akcji posiadają równe prawa co do dywidendy, liczby głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, udziału w majątku firmy w przypadku jej likwidacji;
- akcje uprzywilejowane, uprzywilejowanie może dotyczyć liczby głosów przypadających na zgromadzeniu akcjonariuszy, wielkości dywidendy i udziału w podziale majątku spółki w razie jej likwidacji, możliwe są również inne uprzywilejowania, np.: wyłączne prawo poboru akcji w przypadku podwyższania przez spółkę kapitału akcyjnego czy też przyznanie akcjonariuszom prawa do akcji bezpłatnych, darmowych. Emisja akcji uprzywilejowanych występuje najczęściej w podmiotach mających przejściowe trudności finansowe. W tym bowiem przypadku emisja akcji

zwykłych mogłaby doprowadzić do dalszego obniżenia kursu akcji, natomiast emisja obligacji wymagałaby ustalenia wysokiego ich kosztu;

- akcje gotówkowe i niepieniężne (aportowe); akcje gotówkowe pokrywane są środkami pieniężnymi, powinny być opłacone przynajmniej w jednej czwartej części ich wartości nominalnej; akcje niepieniężne pokrywane są wniesionym do spółki aportem rzeczowym i powinny być pokryte w całości przed objęciem ich przez akcjonariuszy. Akcje aportowe muszą być imienne, nie mogą być sprzedane ani zastawione przez okres dwóch lat od daty ich objęcia.

Ze względu na charakter praw i obowiązków wynikających z akcji rozróżnia się:

- akcje imienne, które mogą być wydawane przed pełną wpłatą przypadającej na nie części kapitału akcyjnego pod warunkiem uwidocznienia na nich każdorazowej wpłaty. Przeniesienie własności akcji imiennych wymaga pisemnego oświadczenia umieszczonego na samej akcji lub w osobnym dokumencie. Zbywalność takich akcji może być ograniczona przez statut spółki. Informacje o akcjonariuszu (jego imię i nazwisko) oraz przeniesienie akcji na inną osobę wraz z datą, wpisywane są do księgi akcyjnej,
- akcje na okaziciela, które nie mogą być wydawane przed pełną wpłatą przypadającej na nie części kapitału akcyjnego, na dowód tej częściowej wpłaty wydawane jest imienne świadectwo tymczasowe. Zbycie takich akcji nie jest ograniczone, za akcjonariusza, w przypadku akcji na okaziciela, uznaje się ich posiadacza.

Liczba akcji na które został podzielony kapitał akcyjny nie musi być stała. Walne zgromadzenie może podjąć uchwałę o podwyższeniu kapitału. Powstaje wówczas problem, komu zaproponować objęcie nowych akcji. Akcjonariusze, zgodnie z kodeksem handlowym, mają pierwszeństwo objęcia nowych akcji proporcjonalnie do liczby akcji już posiadanych.

Cena prawa poboru zależy od różnicy między ceną starych i nowych akcji oraz od liczby praw poboru potrzebnych do objęcia jednej nowej akcji. Znana jest również inna zależność. Wpływ na cenę prawa poboru ma także czas, jaki pozostał do zapisania się na nowe akcje.

Wzajemny wpływ tych dwóch czynników powoduje, że cena rynkowa praw poboru często odbiega od ceny wynikającej z prostego uwzględnienia jedynie różnicy między ceną starej i nowej akcji.

Akcjonariusze mogą zrezygnować z prawa poboru (wymagane do tego jest 4/5 głosów na walnym zgromadzeniu). Może się tak zdarzyć szczególnie wtedy, gdy akcjonariusze postanowią dopuścić do spółki inwestora strategicznego.

Prawo poboru może być przedmiotem obrotu na giełdzie. Jego cena jest ceną rynkową. Hipotetyczna wartość prawa poboru jest zaś szacowana na podstawie różnicy między ceną rynkową akcji $[M]$ i ceną emisyjną nowych akcji $[S]$. Na wartość hipotetyczną prawa poboru ma wpływ również liczba praw niezbędna do objęcia jednej nowej akcji $[N]$. Wartość prawa poboru $[V]$ (przed dniem ustania prawa) wyraża się wzorem:

$$V = (M - S) / (N + 1)$$

Instrument pochodny to instrument finansowy mający postać kontraktu, którego wartość zależy od wartości innego instrumentu finansowego (np. akcji czy waluty) lub towaru, zwanego instrumentem podstawowym. Innymi słowy, instrument pochodny „pochodzi” od instrumentu podstawowego. Mówi się również, że instrument pochodny jest wystawiony na instrument podstawowy.

Instrumenty pochodne na szerszą skalę na rynkach finansowych pojawiły się w latach siedemdziesiątych. Przyczyną ich wprowadzenia był wzrost zmienności kursów walutowych, stóp procentowych, cen akcji i cen towarów, jaki można było obserwować na rynkach światowych w tym okresie. Wzrost zmienności cen instrumentów finansowych oznacza zwiększenie ryzyka inwestowania w te instrumenty finansowe.

Właśnie w celu ograniczenia ryzyka wprowadzono instrumenty pochodne. Skorzystano tu z istniejących wzorców, bowiem instrumenty pochodne wystawione na towary funkcjonowały wcześniej w obrocie na giełdach towarowych – ich zadaniem było zmniejszanie ryzyka związanego ze zmianami cen towarów, a ściślej zabezpieczanie przed wzrostem lub spadkiem cen towarów.

Podstawowym celem stosowania instrumentów pochodnych jest zabezpieczenie inwestora przed zmianami ceny instrumentu podstawowego. Można się zabezpieczyć na przykład przed:

- wzrostem ceny instrumentu podstawowego,
- spadkiem ceny instrumentu podstawowego,
- wzrostem i spadkiem ceny instrumentu podstawowego.

Innym celem stosowania instrumentów pochodnych jest uzyskanie ponadprzeciętnych dochodów przy założeniu, że inwestor poniesie ryzyko większe niż przeciętne. Stosowanie w tym celu instrumentów pochodnych wymaga jednak dużych umiejętności w inwestowaniu i nie powinno być udziałem drobnych inwestorów.

Obecnie istnieje ogromna liczba różnych rodzajów instrumentów pochodnych. Pewna część znajduje się w obrocie giełdowym – giełdy takie zazwyczaj nazywane są terminowymi, w odróżnieniu od zwykłych giełd (takich jak Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie), na których obraca się głównie akcjami i obligacjami. Wiele instrumentów pochodnych znajduje się w obrocie pozagiełdowym, gdyż są to instrumenty niestandardowe, wprowadzone specjalnie na potrzeby inwestorów będących stronami w tych kontraktach. Ze względu na olbrzymią liczbę rodzajów instrumentów pochodnych nie jest możliwe przedstawienie wszystkich, a nawet sklasyfikowanie ich. Najważniejszą rolę spełniają dwa podstawowe instrumenty pochodne, od których wywodzi się większość pozostałych. Są to:

- opcja,
- kontrakt terminowy (inaczej: transakcja terminowa).

Opcja jest to instrument finansowy mający postać kontraktu, w którym posiadacz opcji ma prawo do kupna lub prawo do sprzedaży instrumentu podstawowego po ustalonej cenie (nazywanej ceną wykonania) w okresie do ustalonego terminu (zwanego terminem wygaśnięcia). Prawo to gwarantuje mu druga strona kontraktu – wystawiający opcję, którym jest z reguły instytucja finansowa (Magda 2006).

Należy podkreślić, że posiadacz opcji uzyskuje prawo, zaś wystawiający opcję przyjmuje na siebie zobowiązanie.

W zależności od tego, czy prawo dotyczy kupna czy sprzedaży, wyróżnia się dwa rodzaje opcji:

- opcję kupna (*call option*); jej posiadacz ma prawo zakupu instrumentu finansowego (np. akcji) po określonej cenie, w ustalonym terminie,
- opcję sprzedaży (*put option*); jej posiadacz ma prawo sprzedaży instrumentu finansowego po określonej cenie, w ustalonym terminie.

W zależności od tego, kiedy można żądać dokonania transakcji, wyróżnia się trzy rodzaje opcji. Są to:

- opcja amerykańska – transakcja może być dokonana w dowolnym dniu do dnia wygaśnięcia,
- opcja europejska – transakcja może być dokonana jedynie w dniu wygaśnięcia,
- opcja egzotyczna, której konstrukcja zależy od aktualnych potrzeb wystawcy opcji (ten rodzaj opcji jest powszechnie stosowany przez fundusze inwestycyjne typu gwarantowanego).

W zależności od tego, na jaki instrument podstawowy jest wystawiona opcja, wyróżnia się np.:

- opcje walutowe (instrumentem podstawowym jest waluta),
- opcje akcyjne (instrumentem podstawowym jest akcja),
- opcje procentowe (instrumentem podstawowym może być obligacja, bon skarbowy, depozyt itp.),
- opcje indeksowe (instrumentem podstawowym jest indeks giełdowy).

Ponieważ opcja daje jej posiadaczowi prawo (przywilej), należy za nią zapłacić. Jednak cena opcji jest znacznie mniejsza od ceny instrumentu podstawowego. Cena opcji zależy od wielu czynników i może się znacznie zmieniać. Cena opcji nazywana jest również premią. Przy opcji mamy do czynienia z trzema cenami:

- cena wykonania jest to cena po jakiej opcja jest wykonana, jest ona ustalona w momencie wystawienia opcji i nie zmienia się w czasie,
- cena opcji jest to tak zwana premia, czyli cena prawa, które nabywa posiadacz opcji (cena ta jest to wartość rynkowa opcji, która zmienia się w czasie),
- cena aktywów bazowych, na które jest wystawiona opcja.

Dla opcji kupna cena wykonania jest to cena, po jakiej posiadacz opcji ma prawo nabyć instrument bazowy od wystawiającego opcję w momencie wykonania. W przypadku opcji sprzedaży cena wykonania jest to cena, po jakiej posiadacz opcji ma prawo sprzedać instrument finansowy wystawiającemu opcję w momencie wykonania.

Najczęściej spotyka się opcje na akcje, walutę, dłużne papiery wartościowe oraz indeksy rynku.

Opcjami można obracać na rynku wtórnym. Są dwa segmenty tego rynku. Pierwszy stanowią giełdy opcji (na których obraca się również kontraktami terminowymi). Drugim segmentem, na którym można obracać opcjami jest rynek pozagiełdowy (są to tzw. opcje OTC).

W celu zabezpieczenia się przed wzrostem ceny instrumentu podstawowego należy kupić opcję kupna.

W celu zabezpieczenia się przed spadkiem ceny instrumentu podstawowego należy kupić opcję sprzedaży.

Kontrakt (transakcja) terminowy jest to instrument finansowy, w którym dwie strony zobowiązują się do zawarcia w ustalonym okresie w przyszłości transakcji po ustalonej cenie (zwanej ceną realizacji). Sprzedający kontrakt zobowiązuje się dostarczyć określoną liczbę przedmiotu kontraktu, a kupujący zobowiązuje się zapłacić za to ustaloną cenę. Zawarcie kontraktu terminowego z reguły nic nie kosztuje (pomimo że formalnie nazywa się to kupnem kontraktu), a płatność następuje w przyszłości. Kontrakt terminowy jest zobowiązaniem obustronnym (Magda 2006).

Są dwa podstawowe typy kontraktów terminowych (dla których stosuje się zwyczajowo angielskie nazwy):

- kontrakt *futures*,
- kontrakt *forward*.

Jest kilka różnic między tymi dwoma kontraktami. Najważniejsza to ta, że kontrakty *futures* zawierane są na giełdach, zaś kontrakty *forward* są zawierane poza giełdami, z reguły między instytucjami finansowymi a indywidualnymi inwestorami lub przedsiębiorstwami.

W zależności od tego, na jaki instrument podstawowy wystawiane są kontrakty terminowe, wyróżnia się np.:

- walutowe kontrakty terminowe,
- procentowe kontrakty terminowe,
- indeksowe kontrakty terminowe.

Kontraktami terminowymi, a zwłaszcza kontraktami *futures*, można obracać na rynku wtórnym. Najważniejszym segmentem tego rynku są giełdy kontraktów terminowych (na których obraca się również opcjami).

Bardzo ważnym elementem w kontraktach *futures* jest to, że często kontrakt ten likwidowany jest poprzez zawarcie odwrotnego kontraktu, tzn. strona która kupiła kontrakt, dokonuje jego sprzedaży, a strona która sprzedała kontrakt dokonuje jego zakupu. Wówczas rozliczana jest jedynie różnica cen.

W celu zabezpieczenia się przed wzrostem ceny instrumentu podstawowego należy kupić kontrakt terminowy. W celu zabezpieczenia się przed spadkiem ceny instrumentu podstawowego należy sprzedać kontrakt terminowy.

Na polskim rynku instrumenty pochodne są przedmiotem obrotu na GPW, CTO, Polskiej Giełdzie Finansowej oraz giełdach towarowych. Instrumenty oparte o papiery wartościowe mogą być przedmiotem publicznego obrotu wyłącznie na rynku regulowanym, czyli GPW i CTO. Do najbardziej popularnych instrumentów pochodnych na polskim rynku zaliczyć należy: kontrakty terminowe na index WIG 20 oraz warranty na akcje niektórych spółek.

Podstawową korzyścią ze stosowania instrumentów pochodnych jest to, iż zabezpieczają one przed niekorzystnymi dla inwestora zmianami cen instrumentów. Podstawowym zaś zagrożeniem jest to, że stosowane w sposób niewłaściwy, w celach spekulacyjnych, mogą prowadzić do dużych strat.

3. Finansowanie hybrydowe

Wyemitowane przez przedsiębiorstwo obligacje lub akcje uprzywilejowane mogą być papierami wartościowymi zamiennymi (*convertibles*), dającymi posiadaczowi prawo do ich zamiany na akcje zwykłe spółki po ustalonej z góry cenie. Od ceny tej zależy współczynnik konwersji określający liczbę akcji zwykłych, na jaką może być zamieniona obligacja lub akcja uprzywilejowana (Duliniec 2001).

Obligacje zamienne są typowymi hybrydowymi papierami wartościowymi łączącymi w jednym instrumencie cechy papieru dłużnego i papieru udziałowego. Poprzez emisję obligacji zamiennych przedsiębiorstwo pozyskuje kapitał hybrydowy, który posiada zarówno cechy kapitału obcego (długu), jak i kapitału własnego. Prawo do zamiany obligacji na akcje może spowodować zmniejszenie oprocentowania długu lub złagodzenie wymagań w zakresie jego zabezpieczenia.

Obligacje zamienne są emitowane wówczas, gdy zarząd firmy jest zainteresowany pozyskaniem kapitału własnego, lecz zbyt niskie bieżące ceny akcji nie pozwalają na kolejne emisje tych papierów wartościowych. Wzrost cen akcji będzie zachęcać posiadaczy obligacji zamiennych do przeprowadzenia wymiany, co z kolei doprowadzi do pożądanej zmiany struktury kapitału. Rezygnacja właścicieli obligacji zamiennych i ich konwersji na akcje zwykłe może postawić firmę w trudnej sytuacji, gdyż w momencie emisji papierów zamiennych zakładano, że po zamianie długu na kapitał własny zwykły zmniejsza się sztywne płatności związane z obsługą długu.

Emisji obligacji zamiennych towarzyszy ryzyko związane z kształtowaniem się cen akcji spółki w przyszłości i w związku z tym ryzyko konwersji obligacji na akcje. Przeprowadzenie zamiany jest uzależnione od relacji ceny konwersji i bieżącej ceny rynkowej akcji. Im wyższa jest bieżąca cena akcji od ceny konwersji, tym zamiana jest bardziej korzystna dla inwestorów, jednak mniej korzystna dla spółki. Z kolei utrzymywanie się notowań rynkowych akcji poniżej ceny konwersji powoduje, że zamiana obligacji na akcje nie jest dla inwestorów opłacalna. W takiej sytuacji tracą zarówno oni, ze względu na niskie oprocentowanie jakie daje obligacja zmienna, jak również emitent, który będzie zobowiązany do dalszej obsługi długu.

Wykorzystanie obligacji zamiennych jako instrumentu finansowania przedsiębiorstwa wydaje się szczególnie uzasadnione w przypadku firm o wysokim potencjale wzrostu, które mają duże zapotrzebowanie na kapitał, ale ich zdolność do zaciągania i obsługi zobowiązań jest bardzo ograniczona. W takiej sytuacji zarówno emisja obligacji zwykłych (wysokie oprocentowanie), jak i emisja akcji (rozwodnienie kapitału) wiązałyby się z możliwością znacznego spadku wartości rynkowej spółki.

Przedsiębiorstwo może emitować także tzw. warranty subskrypcyjne, dające nabywcy prawo zakupu akcji spółki przyszłych emisji po z góry określonej cenie. W swojej istocie warrant subskrypcyjny jest podobnym instrumentem do prawa poboru.

Warranty są często emitowane przez spółki razem z innymi papierami wartościowymi, np. obligacjami. Połączenie emisji obligacji zwykłych z warrantami subskrypcyjnymi

daje ich nabywcom podobne prawa jak obligacje zamienne. Podstawową różnicą pomiędzy warrantem a papierami zamiennymi jest fakt, że realizacja warrantu subskrypcyjnego oznacza dodatkowy dopływ kapitału do przedsiębiorstwa w związku ze sprzedażą akcji, zamiana zaś obligacji lub innych papierów wartościowych na akcje prowadzi jedynie do zmiany struktury kapitału w przedsiębiorstwie.

4. Zyski zatrzymane

Zysk zatrzymany wynika z podziału zysku netto wypracowanego w przedsiębiorstwie w danym roku obrotowym na część wypłaconą właścicielom i część, która jest zatrzymana w celu reinwestycji. Właściciele przedsiębiorstwa często godzą się na pozostawienie części lub nawet całości wypracowanego zysku w przedsiębiorstwie mając świadomość, iż takie działanie zwiększy jego wartość w przyszłości, umocni bowiem standing finansowy przedsiębiorstwa i jego pozycję na rynku (Sierpińska, Jachna 2004). Zysk zatrzymany stanowi o zdolności podmiotu gospodarczego do samofinansowania się. Jest składnikiem kapitału własnego przedsiębiorstwa. Jednakże, w odróżnieniu od kapitału podstawowego, który ma charakter długoterminowy i statyczny, zysk zatrzymany jest kapitałem rozporządzalnym (dyspozycyjnym), nazywany jest także kapitałem rezerwowym. Kapitał ten przyjmuje różną postać, w zależności od regulacji prawnych, zróżnicowane jest także jego przeznaczenie. Z prawnego punktu widzenia kapitał ten można podzielić na następujące części:

- obligatoryjną (ustawową), a więc wynikającą z odpowiednich uregulowań prawnych, które zobowiązują jednostkę gospodarczą do dokonania odpisu z zysku (np. na kapitał zapasowy) do pewnej jego wysokości,
- fakultatywną, czyli wynikającą z dobrowolności.

Wielkość zysków zatrzymanych, tj. kapitał powstały z odpisów zysku netto obrazuje wkład właścicieli we wzrost kapitałów spółki (Szczęsny 2003). Odpisy te mogą zasilać kapitał zapasowy lub kapitał rezerwowy. Wielkość pozyskanych w ten sposób źródeł finansowania limitowana jest wielkością zysków. Ponadto źródło to podlega relatywnie dużym wahaniom wraz z wielkością sprzedaży firmy i wynikami ekonomicznymi. Pozostawienie dużych środków w spółce ogranicza możliwości wypłat dywidend, co może mieć istotne znaczenie dla wielu akcjonariuszy zainteresowanych pewnymi i realizowanymi na bieżąco dochodami dywidendowymi. Ten sposób zwiększania kapitałów własnych jest alternatywą dla przeprowadzenia nowej emisji akcji. Ponadto kontrola nad firmą należy do akcjonariuszy. Istotnym problemem rozpatrywanym przy korzystaniu z tego źródła jest określenie kosztów finansowania. Kapitał własny z zysków zatrzymanych nie może być uznany za kapitał bez kosztów. Akcjonariusze, rezygnując z bieżących dywidend, żądają rekompensaty w innej formie, np. wzrostu ceny akcji czy też wyższych dywidend w przyszłości. Gdy oczekiwania te nie są spełnione, to osłabieniu może ulec pozycja firmy na rynku kapitałowym. Przejawia się to zmniejszeniem możliwości zaciągnięcia pożyczek lub trudnościami w przeprowadzeniu kolejnych emisji akcji.

Kierownictwo spółki, przygotowując i przedstawiając propozycje podziału zysków, musi uwzględnić oczekiwania właścicieli. Polityka wypłat dywidend tworzona jest z reguły w drodze kompromisu między oczekiwaniami właścicieli i koniecznością dokonania niezbędnych inwestycji. Poszczególne grupy akcjonariuszy mają różne oczekiwania dywidendowe. Ponadto firma pozostawiając znaczną część zysków i nie dokonując zbyt dużych wypłat dywidendowych uwiarygodnia się wobec potencjalnych pożyczkodawców. Zwiększają się możliwości zaciągania dalszych kredytów.

5. *Private Equity/Venture Capital* jako alternatywne źródło zasilania własnego spółek

Private Equity to inwestycje kapitałowe w przedsiębiorstwa, które nie są notowane na giełdzie papierów wartościowych. Inwestycje tego typu mogą być wykorzystane w celu rozwoju nowych produktów i technologii, zwiększenia poziomu kapitału pracującego w przedsiębiorstwie, dokonania przejęć lub wzmocnienia struktury bilansu przedsiębiorstwa. Mogą one przyczynić się do rozwiązania kwestii własnościowych lub związanych z zarządzaniem.

Venture Capital to specjalistyczne inwestycje kapitałowe dokonywane wspólnie z przedsiębiorcą w celu sfinansowania przedsiębiorstwa we wczesnym stadium jego rozwoju lub jego dalszej ekspansji. Fundusze *Venture Capital* są to wyspecjalizowane firmy, często powiązane z bankami i innymi instytucjami finansowymi zajmujące się inwestowaniem w przedsięwzięcia, charakteryzujące się wysokim ryzykiem, ale zarazem umożliwiające osiągnięcie bardzo wysokiej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. *Venture Capital* jest jedną z odmian *Private Equity*.

Private Equity obejmuje inwestycje w przedsiębiorstwa znajdujące się w każdym stadium rozwoju i w każdym sektorze. Są to inwestycje na rynku niepublicznym, gdzie ryzyko inwestowania jest większe niż przy inwestycjach giełdowych, a więc oczekiwany zwrot z inwestycji zazwyczaj jest wyższy.

Przedmiotem zainteresowania funduszy *Venture Capital* są przedsięwzięcia innowacyjne i firmy o dużym potencjale wzrostu. Szczególnie atrakcyjne dla tych funduszy są zatem branże takie jak informatyka, usługi internetowe i szeroko pojęta branża hi-tech. Jednakże branża w której działa firma nie jest tak naprawdę najważniejsza z punktu widzenia funduszu *Venture Capital* – największe znaczenie ma dla nich element innowacyjności w sferze produktowej lub rynkowej, bowiem tylko innowacje umożliwiają osiągnięcie przewagi konkurencyjnej i szybkie zdobycie rynku, co jest warunkiem szybkiego wzrostu wartości firmy. *Venture Capital* interesuje się głównie małymi i średnimi firmami, które dysponują innowacyjnym produktem lub usługą. Środki funduszy *Venture Capital* inwestowane są na pewien czas (z reguły 3–10 lat), charakteryzujący się szybkim wzrostem firmy. Po ustabilizowaniu pozycji rynkowej *Venture Capital* odsprzedają posiadane udziały wprowadzając akcje firmy na giełdę, znajdując inwestora branżowego lub odsprzedając

posiadane akcje pozostałym właścicielom, w zależności od tego, która forma przyniesie im najwyższy zysk.

Zatem *Venture Capital* można zdefiniować jako kapitał własny wnoszony na ograniczony okres przez inwestorów zewnętrznych do małych i średnich przedsiębiorstw dysponujących innowacyjnym produktem, metodą produkcji bądź usługą, które nie zostały jeszcze zweryfikowane przez rynek, a więc stwarzają wysokie ryzyko niepowodzenia inwestycji, ale jednocześnie w przypadku sukcesu przedsięwzięcia, wspomaganego w zarządzaniu przez inwestora, zapewniają znaczący przyrost wartości zainwestowanego kapitału, który jest realizowany przez sprzedaż udziałów. Ponieważ fundusze *Venture Capital* zainteresowane są wzrostem wartości firmy, ich interes jest zatem zbieżny z interesem dotychczasowego właściciela, nie będą także wywierane naciski na realizację bieżących zysków (np. w formie dywidendy). Fundusze realizują politykę zatrzymywania zysków w przedsiębiorstwie, co powoduje szybszy przyrost wartości firmy.

Wzrost wartości w przypadku *Venture Capital* jest głównym celem funduszy. W tym celu nie tylko finansują przedsiębiorstwo (z reguły poprzez wykup udziałów), ale często zapewniają fachową biznesową pomoc.

Fundusze *Venture Capital*, wchodząc do przedsiębiorstwa, stają się automatycznie jego współwłaścicielami i biorą na siebie (wraz z innymi współnikami) ryzyko związane z prowadzeniem danej działalności, a także z nowymi rozwojowymi inwestycjami. Jednocześnie bardzo starannie kalkulują to ryzyko, mają bowiem z reguły duże doświadczenie w inwestowaniu. Wejście do przedsiębiorstwa inwestora *Venture Capital* jest niewątpliwą szansą na jego rozwój. Przede wszystkim należy skierować do niego profesjonalnie przygotowaną ofertę, zawierającą bardzo przejrzyste i precyzyjne określenie potencjału firmy, jej warunków rynkowych i potrzeb kapitałowych.

Każdy z funduszy ma indywidualne podejście do rozmów z oferentami. Przeważnie jednak wymagają one przedstawienia charakterystyki (opisu) przedsiębiorstwa oraz planowanego przedsięwzięcia (inwestycji). Mogą to być zarówno biznesplan, projekcje podstawowych parametrów finansowych przedsiębiorstwa, ale również i znacznie prostsze dokumenty.

Bez względu na postać prezentowanych dokumentów zawsze powinny one przedstawiać podstawowe informacje charakteryzujące przedsiębiorstwo – historię, właścicieli, produkty, pozycję na rynku, konkurencję, strategię rozwoju, wyniki i prognozy, potrzeby kapitałowe, doświadczenie zawodowe głównych akcjonariuszy i członków zarządu.

Należy się również nastawić na bardzo wnikliwą analizę dostarczonych dokumentów przez inwestorów *Venture Capital*. Wpływa do nich bardzo dużo ofert, a wybierane są tylko te najlepsze. Tak więc bardzo gęste sito wśród oferentów powoduje, iż duża ich liczba jest odrzucana już we wstępnej fazie rozmów. Stąd płynie ważny wniosek, iż do wstępnych rozmów (a szczególnie przygotowania profesjonalnego biznesplanu) należy się starannie przygotować.

Zaakceptowanie wstępnej oferty przedsiębiorstwa przez inwestora *Venture Capital* jest już milowym krokiem zmierzającym do sukcesu podejmowanych rozmów. Ale i na tym

etapie inwestor może poprosić o różne dodatkowe informacje wyjaśniające. Trzeba być na to przygotowanym.

W kolejnym etapie dochodzi do spotkania przedstawicieli funduszu z zarządem przedsiębiorstwa składającego ofertę. Projekt jest wspólnie dopracowywany, zaś inwestor przeprowadza pogłębione badanie oferenta (analizę biznesową, audyt finansowy i prawny, analizę organizacyjną, analizy dotyczące technologii czy ochrony środowiska itp.). Następnym etapem to już negocjacje dotyczące szczegółowych warunków inwestycji. Doprecyzowane są m.in. udziały stron, ich prawa i obowiązki, reprezentacja w radzie nadzorczej, zasady ewentualnego systemu opcji menedżerskich itp. Na tym etapie również jest ustalana cena, za jaką inwestor nabywa określony udział w spółce. Po tym etapie fundusz podejmuje ostateczną decyzję i podpisuje umowę z przedsiębiorstwem.

Przedsiębiorca rozpoczynający współpracę z *Venture Capital* musi się liczyć z częściową utratą kontroli nad swoją firmą, fundusze są bowiem bardzo aktywne w sferze zarządzania, co zwykle wychodzi firmie na dobre, ponieważ oprócz kapitału zyskuje także kadre wykwalifikowanych menadżerów, a należy pamiętać, że osoba która doskonale radziła sobie z zarządzaniem małą firmą zatrudniającą kilkanaście osób nie zawsze poradzi sobie np. w kierowaniu firmą zatrudniającą 200 osób i posiadającą rozbudowaną sieć dystrybucji. Fundusze *Venture Capital* mogą w niektórych przypadkach podjąć się finansowania przedsięwzięcia już od fazy pomysłu, częściej jednak angażują się w już istniejące firmy.

Fundusze *Venture Capital* gotowe są inwestować w przedsiębiorstwa z różnych branż czy regionów i będące na różnych etapach rozwoju, ale w każdym przypadku musi to być przedsiębiorstwo mające solidne perspektywy dynamicznego wzrostu. Dlatego inwestorzy *Venture Capital* szukają firm, które:

- mają dobrą kadre kierowniczą,
- mają lepszą niż konkurenci ofertę produktów/usług lub przewagę technologiczną,
- działają na wzrostowym rynku,
- rozwijają się szybciej niż ich branża,
- posiadają znaczny udział w rynku.

Poszczególne fundusze *Private Equity/Venture Capital* mają własną politykę inwestycyjną, która preferuje wybrane branże, regiony lub etapy rozwoju przedsiębiorstw. Każdy fundusz ma też określoną minimalną i maksymalną wielkość inwestycji. Dlatego przed skontaktowaniem się z inwestorem należy sprawdzić, czy branża firmy, jej potrzeby inwestycyjne i poziom jej rozwoju odpowiadają preferencjom danego funduszu.

Fundusze *Private Equity/Venture Capital* angażują się w przedsiębiorstwa o różnej skali i różnym stopniu, nabywając od kilkunastu do stu procent akcji (udziałów) spółki. Inaczej niż inwestorzy branżowi, inwestorzy *Venture Capital* nie mają skłonności do przejmowania stanowisk kierowniczych w spółkach, ale nawet przy mniejszościowych udziałach nie są inwestorami pasywnymi. Zajmują miejsca w radach nadzorczych, monitorują wyniki spółki i ich zgodność z przyjętymi planami. Niektórzy przedsiębiorcy niechętnie dopuszczają do swej firmy „obcego” i dla nich myśl o podzieleniu się zyskami i władzą nad spółką może być trudna. Muszą wtedy zastanowić się, czy wolą większą kontrolę nad mniejszą i słabszą

spółką, czy mniejszą kontrolę nad większą i silniejszą spółką. Sprawy te są otwarcie i szczegółowo omawiane podczas negocjacji poprzedzających inwestycję.

Fundusze *Venture Capital* i *Private Equity* to bardzo ciekawy inwestor, dlatego że wprowadza do spółki nie tylko kapitał, ale także swoją wiedzę i doświadczenie, co polskim przedsiębiorcom jest bardzo potrzebne. To ogromna zaleta w stosunku do kapitału bankowego czy giełdowego, który oferuje tylko pieniądź, a tu – oprócz kapitału, firma dostaje jeszcze pomocną dłoń. *Private Equity* to alternatywny wobec tradycyjnych akcji i obligacji sposób lokowania kapitału (Woźniak 2005).

Podsumowanie

Kapitał własny z reguły nie jest wystarczający do prawidłowego funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstwa. W związku z tym powstaje potrzeba pozyskiwania kapitału obcego. Źródłem kapitału obcego mogą być m.in.: obligacje, kredyty bankowe, pożyczki, papiery komercyjne. W ostatnim czasie do nowych form finansowania, często nie zmieniających struktury kapitałowej, zaliczyć można również: *leasing*, *factoring*, *forfaiting*, *franchising* oraz sekurytyzację. Kapitał obcy będzie przedmiotem rozważań kolejnego artykułu z cyklu charakterystyka źródeł pozyskiwania kapitału i finansowania działalności przedsiębiorstw górniczych.

Praca została zrealizowana w ramach prac statutowych AGH.

LITERATURA

- Cąkała A., 2000 — Źródła finansowania. *Gazeta Prawna* nr 122/2000.
- Duliniec A., 2001 — *Struktura i koszt kapitału*. PWN, Warszawa.
- Horszczak S., 1998 — *Krótkoterminowe źródła finansowania*. *Prawo Przedsiębiorcy* nr 48/2001.
- Gajdka J., Walińska E., 1998 — *Zarządzanie finansowe*. Fundacja rozwoju rachunkowości w Polsce, Warszawa.
- Magda R., 2006 — *Międzynarodowe rynki metali i surowców mineralnych*. Uczelniane Wydawnictwa Naukowo-Dydaktyczne AGH, Kraków.
- Riehl H., 2001 — W samą dziesiątkę. *Gazeta Bankowa* nr 15.
- Sierpińska M., Jachna T., 2004 — *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. PWN, Warszawa.
- Szczyński W., 2003 — *Finanse firmy. Jak zarządzać kapitałem*. Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Waśniewski T., Skoczyła W., 2002 — *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*. Warszawa.
- Woźniak S., 2005 — *Venture capital – kapitał długoterminowy dla przedsiębiorstwa*. INFOR, dodatek do Serwisu FK nr 13.

**CHARACTERISTICS OF THE CAPITAL GAINING SOURCES
AND FINANCING THE ACTIVITY OF COAL MINE ENTERPRISES.
PART 1: SOURCES OF THE OWN CAPITAL**

Key words

Issuing of stocks, hybrid financing, coal mine industry, own capital, Private Equity, Venture Capital, retained profit

Abstract

The sources of the own capital are presented in this article. Besides of that, there are presented the forms of financing the own capital with the description of the capital itself.

In general, the structure of the capital includes:

- own capital,
- short and long term liabilities.

The following sources of gaining the own capital are described:

Issuing of stocks and derivatives, hybrid financing, retained profit, Private Equity, Venture Capital.