

PATRYCJA BĄK\*

## **Charakterystyka źródeł pozyskiwania kapitału i finansowania działalności przedsiębiorstw górniczych. Część 2: Źródła kapitału obcego**

### Słowa kluczowe

Faktoring, forfaiting, kredyt bankowy, leasing, obligacje, papiery komercyjne, sekurytyzacja

### Streszczenie

W artykule zaprezentowano źródła pozyskiwania kapitału i finansowania działalności przedsiębiorstw. Scharakteryzowano wybrane źródła pozyskania kapitału obcego, do których zalicza się: kredyty bankowe i pożyczki, papiery komercyjne, faktoring, forfaiting, leasing, obligacje, sekurytyzację. Ponadto przedstawiono kryteria doboru źródeł finansowania.

### Wprowadzenie

Podstawowym problemem menedżerów odpowiedzialnych za finanse przedsiębiorstw jest poszukiwanie źródeł kapitału, niezbędnego do finansowania działalności przedsiębiorstwa. Istnieje wiele źródeł pozyskania środków finansowych oraz sposobów ich wykorzystania, jednak każdy instrument finansowy posiada pewne charakterystyczne cechy, które decydują o osiągnięciu potencjalnych korzyści. Mając do dyspozycji wiele możliwości w zakresie źródła pozyskania kapitału, ekonomiści, opierając się na właściwościach danej techniki oraz zainteresowanego nią podmiotu mogą dokonać wyboru. Koniecznością staje się sprecyzowanie potencjalnych źródeł pozyskania kapitału, a następnie kryteriów ich doboru.

---

\* Dr, Wydział Górnictwa i Geoinżynierii AGH, Kraków.

Recenzent: prof. dr hab. inż. Czesław Cyrnek

## 1. Kredyty bankowe i pożyczki

Podstawową usługą, która daje możliwość pozyskania zasobów finansowych jest kredyt. Przedsiębiorstwo może korzystać z kredytu nie tylko w sytuacjach braku zasobów, ale również gdy kapitał własny jest zainwestowany np. w lokaty długoterminowe i koszt naruszenia inwestycji jest większy od kosztu związanego z zaciągnięciem pożyczki.

Według ustawy o rachunkowości zobowiązania kredytowe mogą mieć charakter długo-terminowy i krótkoterminowy.

Polskie banki w swych regulaminach stosują zazwyczaj następującą klasyfikację kredytów:

- krótkoterminowe, udzielane na okres do jednego roku,
- średnioterminowe, z terminem spłaty od 1 roku do 3 lat,
- długoterminowe, z terminem spłaty powyżej 3 lat.

Kryterium związanym w dużym stopniu z okresem wykorzystania kredytu jest jego przeznaczenie. Zazwyczaj kredyty krótkoterminowe służą finansowaniu działalności bieżącej przedsiębiorstwa, a przede wszystkim:

- finansowaniu zwiększonych stanów aktywów obrotowych,
- uzupełnieniu niedoboru kapitału obrotowego,
- utrzymaniu płynności finansowej.

Kredyty średnioterminowe i długoterminowe są nazywane także inwestycyjnymi, ponieważ służą głównie jako źródło finansowania rozwoju przedsiębiorstwa. Czasami są też wykorzystywane jako przedsięwzięcia restrukturyzacyjne umożliwiające dokonanie niezbędnych operacji warunkujących dalsze funkcjonowanie przedsiębiorstwa w dłuższym okresie.

Z punktu widzenia metod udzielania (formy udostępniania środków) kredyty można sklasyfikować jako:

- udostępniane w rachunku bieżącym (*overdraft*),
- udzielane w rachunku kredytowym.

Kredyt w rachunku bieżącym jest uprawnieniem kredytobiorcy do zadłużenia się w tym rachunku na warunkach i do wysokości określonej w umowie kredytowej. Zadłużenie się jednostki odbywa się w drodze realizacji w ciężar rachunku jej zleceń płatniczych, w wysokości przekraczającej wartość zgromadzonych na tym rachunku środków. Jednocześnie jednak każdy wpływ na rachunek redukuje saldo ujemne, a tym samym obniża poziom wykorzystania kredytu (podstawy oprocentowania). W przypadku kredytów *overdraft* banki zwykle stosują nieco wyższe oprocentowanie, ponieważ są zmuszone do stałego utrzymywania gotowości wypłaty pełnej potencjalnej kwoty kredytu (limitu). Kredyty w rachunku bieżącym mają zwykle charakter krótkoterminowy i służą finansowaniu działalności bieżącej przedsiębiorstwa.

Kredyt udostępniany w rachunku kredytowym wymaga oddzielnych operacji pomiędzy rachunkami bieżącym i kredytowym dotyczących jego wykorzystania i spłat. Wykorzystanie, a także spłata takiego kredytu mogą następować w transzach, czyli częściach rozłożonych w czasie. Umowa może dopuszczać możliwość spłaty i ponownego ciągnięcia transz kredytu (*revolving*), co dodatkowo wpływa na jego elastyczność.

Kwoty kredytów w rachunku kredytowym są na ogół wyższe niż kwoty limitów kredytowych w rachunkach bieżących. Ponadto właściwie wszystkie kredyty długoterminowe oraz część krótkoterminowych są udzielane w tej formie.

Wyróżnia się następujące podstawowe formy kredytów:

- kredyt docelowy,
- kredyt na wymagalne zobowiązania,
- kredyty sezonowe,
- kredyt w formie linii kredytowej,
- kredyty inwestycyjne.

Kredyt docelowy związany jest ze ściśle określoną potrzebą finansowania określonej transakcji. Z reguły jest to kredyt nieodnawialny. Spłata często odbywa się z wpływów z planowanej inwestycji.

Kredyt na wymagalne zobowiązania (na spłatę zobowiązań) z reguły jest krótkoterminowy i nieodnawialny. Służy do uregulowania zobowiązań będących źródłem trudności płatniczych.

Kredyty sezonowe związane są z sezonowym charakterem niektórych potrzeb przedsiębiorstw: np. zakup wiosną nasion w rolnictwie. Z reguły jest to kredyt nieodnawialny.

Kredyt w formie linii kredytowej jest kredytem odnawialnym. Przedsiębiorstwo może wielokrotnie wykorzystywać przyznany kredyt do momentu ustalonego w umowie. Najczęściej okres trwania umowy nie przekracza jednego roku i może być przedłużony w formie nowej umowy bez konieczności wcześniejszej spłaty poprzedniego kredytu. Kredyt ten jest wygodny dla przedsiębiorstw jednak udzielany jest tylko wąskiej grupie klientów, których wiarygodność została wcześniej sprawdzona.

Kredyty inwestycyjne przeznaczone są na stworzenie nowego lub powiększenie istniejącego majątku trwałego przedsiębiorstwa (inwestycje materialne – sprzęt, nieruchomości; inwestycje niematerialne – papiery wartościowe, prowadzenie badań; finansowe – zakup akcji, udziałów). Kredyty inwestycyjne dzieli się na kredyty na wyposażenie (zakup, modernizacja sprzętu, nabywanie i tworzenie majątku trwałego), kredyty na restrukturyzację, kredyty na budowę lub zakup obiektów przemysłowych lub rolnych. Z reguły kredyty inwestycyjne mają charakter średnioterminowy. Kredyt inwestycyjny najczęściej udzielany jest w formie linii kredytowej lub finansowania jednej określonej transakcji. Bez wątpienia kredyt inwestycyjny jest obecnie jedną z najpopularniejszych form finansowania nowych przedsięwzięć, ale wymaga wysokich zabezpieczeń. Nie mniej uciążliwe dla przedsiębiorstwa są stałe obciążenia w postaci rat kapitałowo-odsetkowych, a to z kolei wymaga posiadania wysokiej płynności.

Do innych form kredytu – trochę mniej popularnych – należy kredyt dyskontowy (wekslowy). Zakupiony od firmy weksel zostaje zamieniony przez kredyt bankowy na pieniądź. Bank nie płaci za weksel jego nominalnej sumy, lecz potrąca z góry określoną kwotę (dyskonto). Ten rodzaj kredytu umożliwia wcześniejsze uzyskanie zapłaty w przypadku, gdy zapłata dokonana jest przy użyciu weksli.

Drugą rzadko udzielaną formą kredytu jest kredyt akceptacyjny. W tym przypadku bank gwarantuje wykup weksla i w związku z tym ponosi pełne ryzyko. Konsekwencją tego jest

stosunkowo duży koszt tego rozwiązania. W praktyce ta forma kredytowania jest stosowana tylko w stosunku do solidnych kontrahentów.

Kolejnym typem kredytu jest tzw. kredyt lombardowy. Jest to kredyt pod zastaw ruchomości lub innych praw do przedmiotów o łatwej zbywalności. Najczęściej udzielany jest pod zastaw papierów wartościowych. W każdym przypadku kwota uzyskiwana jest rzędu 50% wartości zabezpieczenia. Kredyt z reguły jest krótkoterminowy (do 3 miesięcy) i wymagana jest jednorazowa spłata całości wraz z odsetkami.

Podobnym typem kredytu jest tzw. kredyt hipoteczny. Jest to kredyt długoterminowy, którego zabezpieczeniem jest hipoteka. Takie rozwiązanie gwarantuje zwrot pieniędzy nawet w przypadku zmiany właściciela. Do skorzystania z tej formy kredytowania potrzebny jest odpowiednio duży udział środków własnych przedsiębiorstwa.

Banki stawiają firmom starającym się o kredyt dwa podstawowe wymagania: posiadania zdolności kredytowej rozumianej jako zdolność firmy do spłaty kredytu i odsetek w określonych umową kredytową kwotach i terminach oraz przedstawienia odpowiedniego zabezpieczenia spłaty kredytu. Często banki wymagają także od kredytobiorcy sporządzenia prognoz finansowych na okres kredytowania, w przypadku rozpoczynania działalności zazwyczaj konieczne jest sporządzenie biznesplanu. Oprócz tego banki wymagają przedstawienia zaświadczeń o terminowym regulowaniu zobowiązań z tytułu podatków i ubezpieczeń społecznych, a także w przypadku posiadania kredytów w innych bankach opinii o terminowości spłat.

Kredyt – zarówno krótkoterminowy, jak i inwestycyjny – jest dla przedsiębiorstwa źródłem kapitału obcego. Jednak jego forma i warunki, a także sposób wykorzystania wpływają w poważnym stopniu na efektywność funkcjonowania podmiotu gospodarczego. Dlatego też wszelkie decyzje i działania związane z kredytami bankowymi mają z punktu widzenia zarządzania długiem w przedsiębiorstwie znaczenie kluczowe (Czekaj, Dresler 2005; Ickiewicz 1996; Tomala 2003).

**Pożyczka** to umowa, której treścią jest zobowiązanie się pożyczkodawcy do przeniesienia określonej sumy pieniędzy lub rzeczy oraz zobowiązanie się pożyczkobiorcy do zwrotu tej samej ilości pieniędzy lub rzeczy. Umowa pożyczki może przewidywać odsetki.

Wyróżnia się pożyczki długookresowe i pod skrypt dłużny.

Pożyczka długookresowa – dłużnik może pożyczone pieniądze lub rzeczy zatrzymać przez określony w umowie czas. Udzielana jest przez instytucje kredytowe, prywatnych pożyczkodawców, towarzystwa ubezpieczeniowe, kasy oszczędnościowe na okres powyżej 3 lat. Sposób zwrotu pożyczki jest określony w planie zwrotu pożyczki.

Pożyczka pod skrypt dłużny (dokument potwierdzający przez pożyczkobiorcę przyjęcie kwoty pożyczki) udzielana jest przez towarzystwa ubezpieczeniowe, towarzystwa ubezpieczeń społecznych na okres do 15 lat. Zabezpieczenie stanowi prawo hipoteczne. W praktyce zamiast skryptu podstawą przyznania pożyczki jest umowa (Zawadzki 2000).

## 2. Emisja obligacji

**Obligacja** jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i obowiązuje się wobec niego do spełnienia określonych świadczeń na zasadach ustalonych w warunkach emisji w wyznaczonym czasie.

Najważniejszymi rodzajami obligacji, są:

- obligacje skarbowe, emitowane przez Skarb Państwa;
- obligacje przedsiębiorstw;
- obligacje komunalne (emitowane przez gminy, związki gmin).

Obligacje mogą być emitowane przez:

- podmioty prowadzące działalność gospodarczą, posiadające osobowość prawną,
- gminy, powiaty, województwa, a także związki tych jednostek oraz miasto stołeczne Warszawa,
- inne podmioty posiadające osobowość prawną, upoważnione do emisji obligacji na podstawie innych ustaw,
- instytucje finansowe, których członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub Narodowy Bank Polski, lub przynajmniej jedno z państw należących do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD), lub bank centralny takiego państwa lub instytucje, z którymi Polska zawarła umowy regulujące działalność takich instytucji na terenie Polskiej.

Ze względu na rodzaj i charakter nadawanych ich posiadaczowi przywilejów obligacje można podzielić na (Brigham 1996):

- 1) obligacje będące poświadczeniem długu,
- 2) obligacje zamienne,
- 3) obligacje z prawem pierwszeństwa,
- 4) obligacje przychodowe.

Wartość nominalna obligacji określana jest przez emitującego obligacje i oznacza kwotę, którą nabywca obligacji otrzyma po upływie terminu, na jaki wyemitowano obligacje, tj. z chwilą jej wykupu przez emitenta. Wartość rynkowa oznacza cenę, po jakiej jej właściciel może ją zbyć na rynku. Stopa nominalna obligacji jest to stopa procentowa, wielkość płaconych przez emitenta odsetek liczona w stosunku do wartości nominalnej obligacji.

Obligacje mogą być imienne lub na okaziciela. Emitent obligacji może w warunkach emisji wprowadzić zakaz lub ograniczenia w zbywaniu obligacji imiennych. Emitent może nabywać własne obligacje celem ich umorzenia.

Wynikające z obligacji wierzytelności mogą być niezabezpieczone lub zabezpieczone. Obligacje zabezpieczone dają inwestorowi gwarancję zwrotu wartości nominalnej emitowanych obligacji wraz z sumą należnego oprocentowania. Obligacje niezabezpieczone charakteryzują się wyższym ryzykiem inwestycyjnym. Zabezpieczenie może przybrać formę:

- zabezpieczenia całkowitego – polega ono na ustanowieniu zastawu, hipoteki, udzieleniu gwarancji przez NBP lub Skarb Państwa, udzieleniu gwarancji przez gminę lub bank zagraniczny,
- zabezpieczenia częściowego, – również i tego zabezpieczenia udzielają podmioty wskazane powyżej, jednak jego wartość jest niższa od wartości nominalnej obligacji wraz z należnym oprocentowaniem.

Obligacjami obraca się na rynku pierwotnym i wtórnym. O rynku pierwotnym obligacji mówimy wtedy, gdy obligacje są sprzedawane pierwszemu właścicielowi. Następnie obligacje trafiają na rynek wtórny, gdzie odbywa się właściwy nimi obrót. Rynek pierwotny obligacji skarbowych w Polsce to przetargi obligacji lub oferta sprzedaży za pośrednictwem biur maklerskich. Rynek wtórny obligacji w Polsce to Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie lub Centralna Tabela Ofert (CeTO).

Wycena obligacji polega na określeniu tzw. sprawiedliwej ceny obligacji, która powinna odzwierciedlać wartość obligacji. Najczęściej stosowaną metodą przy wycenie obligacji jest metoda dochodowa, inaczej metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Według tej metody wartość obligacji jest sumą dochodów, które inwestor otrzyma w okresie posiadania obligacji, przy czym dochody te są zdyskontowane.

Podstawowym czynnikiem, który decyduje o wartości, a w konsekwencji również o cenie obligacji, jest stopa procentowa. Zmiany stóp procentowych powodują zmiany wymaganych stóp dochodu inwestorów, co z kolei powoduje zmianę wartości obligacji.

### 3. Leasing

**Leasing** oznacza upoważnienie przez właściciela składników majątkowych – udzielone na podstawie umowy określonej firmie – do użytkowania tych składników w ustalonym okresie w zamian za uzgodnione ratalne opłaty. Jest on drugą najczęściej stosowaną formą finansowania działalności gospodarczej po kredycie bankowym. Polega on na umożliwieniu korzystania z rzeczowych składników majątkowych bez konieczności ich nabycia. W praktyce jest podpisywana umowa z właścicielem, w której przedsiębiorstwo jest upoważniane do użytkowania przedmiotu w zamian za opłaty ratalne. Umowa leasingowa nie może być traktowana jako sprzedaż na raty, gdyż leasingobiorcy nie zostają przekazane prawa własności (choć w umowie często się zaznacza, że leasingobiorca po upływie okresu leasingu będzie mieć prawo wykupu przedmiotu za określoną sumę). Rozróżnia się wiele typów leasingu: bezpośredni, czysty, dewizowy, finansowy, lewarowy, lombardowy, nieruchomości, norweski, obrotowy, obsługiwany, określony, operacyjny, pełny, pośredni, pracowniczy, tendencyjny, z podstawowym terminem, złotówkowy, zorganizowanych zespołów produkcyjnych, zwrotny (Słownik ekonomiczno-prawny, [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl)). Przyjmując jako kryterium podziału amortyzację można wyróżnić: leasing operacyjny i finansowy. Ze względu na liczbę uczestników transakcji występuje leasing: pośredni i bezpośredni. Leasing pośredni polega na pośrednictwie wyspecjalizowanego przedsiębiorstwa w przeprowa-

dzaniu transakcji. Producent sprzedaje firmie leasingowej przedmiot, który dopiero później jest wynajmowany leasingobiorcy. Jeśli natomiast leasingodawcą jest bezpośrednio producent to mamy do czynienia z leasingiem bezpośrednim.

**Leasing operacyjny** polega na czasowym przekazaniu w użytkowanie dobra inwestycyjnego. Czas ten jest z reguły krótszy niż okres normatywnego zużycia leasingowanej rzeczy. Jednocześnie leasingodawca ma prawo odstąpić od umowy, jeżeli dalsze użytkowanie wynajmowanego obiektu okaże się zbędne. Korzystający może mieć zagwarantowane w Umowie Leasingu prawo sprzedaży na jego rzecz przedmiotu leasingu po zakończeniu Umowy. Efektywny koszt finansowania poprzez ten rodzaj leasingu jest niższy niż finansowanie ze środków własnych czy kredytu bankowego, między innymi ze względu na korzyści podatkowe. W odróżnieniu od kredytu bankowego, przy uwzględnieniu korzyści podatkowych, koszt pozyskania kapitału przy leasingu jest niższy, płatności leasingowe dopasowywane są do założeń budżetowych Korzystającego. W obecnym kształcie prawnym leasing operacyjny jest również szczególnie atrakcyjny ze względu na preferencje podatkowe, które pozwalają korzystającemu zaliczyć raty leasingowe w poczet kosztów uzyskania przychodu.

**Leasing finansowy (kapitałowy)** polega na oddaniu rzeczy w użytkowanie w zamian za raty leasingowe. Przedmiot leasingu jest własnością Finansującego, amortyzuje go Korzystający, natomiast przeniesienie tytułu własności może być zagwarantowane w umowie. Firma zwiększa więc wartość swojego majątku nie ponosząc dodatkowych kosztów po zakończeniu umowy. Leasing finansowy, podobnie jak operacyjny, charakteryzuje się tym, iż zawiera klauzulę opcji na sprzedaż przedmiotu leasingu po zakończeniu okresu umowy. Oznacza to, iż Korzystający ma prawo wykupu (przeniesienia własności) rzeczy oddanej mu w leasing. Leasing finansowy jest więc zbliżony do kredytu lub pożyczki. Przedmiotem „pożyczki” jest tu środek trwały a nie gotówka. Rata leasingowa w leasingu finansowym podzielona jest na część kapitałową i odsetkową. Część odsetkowa stanowi koszt uzyskania przychodu u Korzystającego, a część kapitałowa traktowana jest jak kapitał przy operacji kredytowej – obniża zysk po opodatkowaniu u Korzystającego. Najczęściej podlegają leasingowi: środki transportu, komputery, wyposażenie biurowe, maszyny i urządzenia, jednak mogą to być również nieruchomości. Leasing jest formą finansowania procesów rozwojowych polegających na korzystaniu z dóbr inwestycyjnych, praw majątkowych bez konieczności angażowania (z chwilą rozpoczęcia eksploatacji) kapitału o wartości tych dóbr czy praw.

W praktyce leasing sprowadza się do użytkowania wybranych przez korzystającego składników majątkowych (nabytych i będących własnością firmy leasingowej) oraz pobierania za to od korzystającego jednorazowych i okresowych opłat (Bień 1999).

#### 4. Faktoring

Istotą **faktoringu** jest krótkoterminowe finansowanie dostaw towarów i usług przez podmiot, który pośredniczy w procesie rozliczeń finansowych pomiędzy dostawcą a od-

biorcą. Faktoring jest transakcją, w której firma albo przenosi albo może przenieść wierzytelności na instytucję finansową (faktora) lub pożyczka pieniądze pod zastaw wierzytelności jako zabezpieczenie dla tej pożyczki. W obu przypadkach firma otrzymuje gotówkę nie czekając aż należności zostaną ściągnięte (Szczepankowski 1998).

Faktoring jest pakietem usług świadczonych przez wyspecjalizowane instytucje firmom wytwórczym, handlowym i usługowym, które pomagają rozwiązywać problemy z przepływem gotówki pojawiające się wraz z wydłużeniem terminów płatności (udzielania odbiorcom kredytu handlowego) bądź brakiem możliwości zaproponowania im odpowiednich terminów płatności.

Faktoring stanowi specyficzny sposób kredytowania przez bank lub inną instytucję finansową (firmy faktoringowe) należności przedsiębiorstw, jakie powstają w wyniku sprzedaży towarów i produktów, przed terminem ich płatności, przy czym u podstaw kredytowania przez przedsiębiorstwa swoich odbiorców leży konieczność utrzymania lub poszerzenia rynku zbytu na produkty lub usługi przedsiębiorstwa. Jest on instrumentem finansowym, który polega na odpłatnej odsprzedaży nieprzeterminowanych i niespornych należności przysługujących wierzycielowi od dłużnika z tytułu zrealizowanych dostaw towarów i wykonanych usług w celu przyspieszenia przepływów pieniężnych.

Generalnie faktoring jest formą finansowania tworzoną po to, aby pomagać w rozwiązywaniu problemów z przepływem gotówki (usprawniać jej przepływ, przyspieszać jej obieg), które pojawiają się wraz z wydłużeniem terminów płatności (udzielania odbiorcom kredytu handlowego) bądź brakiem możliwości zaproponowania swoim odbiorcom odpowiednich terminów płatności. Sprzedaż należności faktorowi przekształca zamrożony kapitał dostawcy w środki finansowe i poprawia jego zdolność płatniczą. Stwarza to możliwość uzyskania ochrony przed niewypłacalnością odbiorców.

Faktoring może być więc zarówno formą finansowania należności, jak i gwarancją zabezpieczającą przedsiębiorstwo przed ryzykiem ich ściągnięcia, a także operacją rozliczeniową polegającą na inkasowaniu należności. Może być instrumentem służącym rozwiązaniu problemów finansowych w kontaktach pomiędzy przedsiębiorstwami-dostawcami, a przedsiębiorstwami-odbiorcami. Dzięki niemu przedsiębiorstwa posiadające dobrą ofertę są w stanie zaproponować swoim odbiorcom atrakcyjne warunki płatności, co szczególnie w dzisiejszych czasach decyduje o konkurencyjności oferty.

Rodzaje faktoringu (Tokarski A., Tokarski M. 2002a; 2002b):

- faktoring pełny – najważniejszą cechą faktoringu pełnego (właściwego, bez regresu, bez roszczenia zwrotu) jest przejęcie przez bank faktoringowy (faktora), na podstawie umowy przelewu wierzytelności, całkowitego ryzyka związanego z niewypłacalnością dłużnika,
- faktoring niepełny (niewłaściwy, z roszczeniem zwrotnym, z regresem) polega na tym, że ryzyko niewypłacalności dłużnika nie przechodzi na faktora. Oznacza to, że przelew wierzytelności ze sprzedawcy na faktora nie jest definitywny. W przypadku wystąpienia niewypłacalności dłużnika wierzytelności powraca z banku faktoringowego do przedsiębiorcy – faktorowi przysługuje prawo regresu do zbywcy,



- faktoring mieszany (z częściowym regresem, pośredni) łączy w sobie cechy faktoringu pełnego i niepełnego. Jego istota polega na tym, że ryzyko niewypłacalności dłużnika jest dzielone pomiędzy faktora i zbywcę (faktoranta), przy czym strony ustalają, w jakich przypadkach i w jakim stopniu ryzyko niewypłacalności obciąża daną stronę.

Z reguły koszty usług faktoringowych są indywidualnie kalkulowane i negocjowane (przy uwzględnieniu wielu czynników, m.in. obrotów faktoranta, wartości wierzytelności, okresu współpracy, wiarygodności dłużników faktoranta, rodzaju podpisanej umowy faktoringowej, funkcji przyjętych przez faktora) i zależą głównie od potencjału klienta, przy czym zasadniczo dzielą się na trzy grupy:

- koszty związane z oprocentowaniem,
- marża,
- prowizje,
- pozostałe opłaty dodatkowe za korzystanie z usług.

Przedmiotem faktoringu jest wykupywanie przez faktorów wierzytelności handlowych udokumentowanych fakturą VAT, wynikających z umów dostawy, sprzedaży lub umów o świadczenie usług. Są to więc wierzytelności związane z obrotem gospodarczym, pieniężne związane ze sprzedażą towarów i usług, krótkoterminowe, przyszłe lub już istniejące, bezsporne, których zbywcy i dłużnicy nie są zagrożeni procesem upadłościowym lub likwidacją, wymagalne i niewymagalne, zbywalne bez ograniczeń (z mocy przepisów prawnych, zastrzeżeń umownych lub właściwości zobowiązania), z wyjątkiem umów sprzedaży rzeczy przeznaczonych do użytku osobistego lub rodzinnego w ramach gospodarstwa domowego nabywcy (Tokarski A., Tokarski M. 2002a, 2002b).

## 5. Forfaiting

Istota **forfaitingu** polega na zakupie przez instytucje forfaitingowe niewymagalnych należności względem odbiorców towarów i usług, bez prawa regresu. Forfaiting jest szczególnie formą sprzedaży wierzytelności, której towarzyszy definitywne przeniesienie ryzyka niewypłacalności dłużnika. Przedmiotem forfaitingu są średnioterminowe i długoterminowe wierzytelności. Przedmiotem konkretnej umowy forfaitingowej mogą być tylko pojedyncze wierzytelności pieniężne. Oznacza to, że umową forfaitingową nie można objąć wszystkich wierzytelności przedsiębiorstwa ani też określonej ich części.

Forfaiting spełnia dwie podstawowe funkcje: finansującą, która wyraża się w uzyskaniu przez wierzyciela, zbywcę wierzytelności źródła finansowania swojej działalności, oraz zabezpieczającą, polegającą na pozbywaniu się przez wierzyciela ryzyka niewypłacalności dłużnika.

Dodatkowo forfaiting może spełniać także funkcję usługową, gdy instytucja forfaitingowa zobowiązuje się do wykonywania różnych czynności uzupełniających na rzecz zbywcy wierzytelności.

W transakcji forfaitingowej występują co najmniej trzy podmioty gospodarcze:

- sprzedawca lub dostawca towarów i usług zbywający wierzytelność, zwany forfetystą,
- odbiorca towarów i usług, który jest zobowiązany do zapłaty za dostawę lub wykonanie usługi – dłużnik forfaitingowy,
- instytucja forfaitingowa, czyli forfaiter, który nabywa wierzytelność.

Oprócz wymienionych podmiotów gospodarczych w forfaitingu może jeszcze uczestniczyć:

- druga instytucja forfaitingowa,
- podmiot zabezpieczający wierzytelność będącą przedmiotem sprzedaży.

Podmiot zabezpieczający wierzytelności będące przedmiotem forfaitingu nie jest podmiotem umowy. I nie ma tu znaczenia jaki jest charakter prawno-organizacyjny gwaranta. Wśród podmiotów zabezpieczających wierzytelności występują najczęściej banki i spółki forfaitingowe.

Obok forfaitingu właściwego, w którym forfetysta jest zwolniony od wszelkiej odpowiedzialności za dalsze losy prawne zbywanej wierzytelności, wyróżnia się forfaiting niewłaściwy. Określenie to odnosi się do sytuacji, w której sprzedaż wierzytelności nie łączy się z przejściem przez instytucję forfaitingową ryzyka wypłacalności dłużnika.

Forfaiting może być połączony z dodatkowymi świadczeniami, do których spełnienia zobowiązuje się instytucja forfaitingowa. Do świadczenia tego typu można zaliczyć np. czynności zmierzające do uzyskania niezbędnych zezwoleń dewizowych czy zbadanie określonych rynków kapitałowych. W takim przypadku mówimy o forfaitingu poszerzonym. Podjęcie się dodatkowych czynności przez instytucję forfaitingową zwiększa koszty forfaitingu (prowizja za dodatkowe świadczenia).

Jeśli wszystkie czynności związane z forfaitingiem występujące po stronie nabywcy są wykonywane przez instytucję forfaitingową, która staje się wyłącznym podmiotem umowy, mamy do czynienia z forfaitingiem bezpośrednim. Jeśli jednak instytucja forfaitingowa nie nabywa wierzytelności wprost do zainteresowanego przedsiębiorstwa – eksportera, ale włącza do tej czynności drugą instytucję forfaitingową, występuje forfaiting pośredni.

Forfaiting dotyczący stosunków eksportowo-importowych, którego podmioty działają w różnych krajach, nazywa się forfaitingiem międzynarodowym lub eksportowym. Jednak gdy wszystkie podmioty forfaitingu (zbywca wierzytelności, dłużnik i instytucja forfaitingowa) działają na obszarze tego samego kraju, mówimy o forfaitingu krajowym.

Niektóre instytucje forfaitingowe nie poprzestają na włączeniu nabytych wierzytelności do swoich aktywów, ale czynią je przedmiotem dalszej działalności. Polega to na zawieraniu kolejnych umów forfaitingowych, z reguły z większymi i silniejszymi kapitałowo instytucjami forfaitingowymi. W charakterze kolejnych nabywców wierzytelności występują często duże banki. Ten rodzaj forfaitingu przyjęło się określać jako forfaiting dalszy.

Koszt forfaitingu: bank przelewa na rachunek firmy kwotę faktury pomniejszoną o odsetki i prowizje. Odsetki pobierane są na zasadzie dyskonta – naliczane od dnia wykupu do dnia płatności. Oprocentowanie oparte jest na stawce obowiązującej dla danej waluty, np. LIBOR, EURIBOR powiększonej o marżę banku, uzależnioną od oceny ryzyka kraju importu. Wysokość prowizji waha się w granicach od 0 do 3% kwoty wierzytelności.

Forfaiting spełnia podobne funkcje jak faktoring. Także w tym przypadku chodzi o szybsze uzyskanie środków finansowych ze sprzedaży wyrobów lub wykonania usług. Forfaiting i faktoring należą do tzw. umów nienazwanych. Wzajemne stosunki umowne kształtowane są zgodnie z wolą zainteresowanych stron. Zarówno forfaiting, jak i faktoring mogą dojść do skutku tylko w odniesieniu do wierzytelności pieniężnych, wobec których nie ma ustawowego lub umownego zakazu rozporządzania nimi na rzecz innych podmiotów.

## **7. Emisja krótkoterminowych papierów dłużnych – papiery komercyjne**

**Papiery komercyjne** to krótkoterminowe papiery dłużne, emitowane głównie przez przedsiębiorstwa, ale także banki i samorządy terytorialne, w ramach umowy programowej, zawieranej z agentem emisji, którym z reguły jest bank. Papiery te bywają również określane jako KPD (krótkoterminowe papiery dłużne) lub KWIT-y. Celem emisji jest dostarczenie ich emitentom taniego finansowania krótkoterminowego. Emisje papierów komercyjnych organizuje w imieniu i na rzecz emitenta agent emisji. Są one kierowane do nabywców instytucjonalnych, stąd wysokie nominały tych papierów, wynoszące z reguły 100 tys. zł lub więcej. Krąg nabywców papierów komercyjnych stanowią głównie banki, przedsiębiorstwa produkcyjne i handlowe, firmy ubezpieczeniowe, fundusze powiernicze, Narodowe Fundusze Inwestycyjne i firmy zagraniczne.

Istnieją dwa rodzaje papierów komercyjnych: typu dyskontowego i kuponowego. Dyskontowe papiery komercyjne są sprzedawane poniżej wartości nominalnej. Na koniec okresu inwestycji emitent wykupuje je, płacąc kwotę równą wartości nominalnej, która zawiera zwrot kapitału i odsetek. W przypadku papierów komercyjnych typu kuponowego, w dniu wykupu inwestor otrzymuje nie tylko wartość nominalną, ale również kupon odsetkowy. Czasem dodatkowe kupony są wypłacane również w trakcie okresu inwestycyjnego. Generalnie dla papierów komercyjnych jest stosowana metoda dyskontowa. Kupon jako sposób naliczania i wypłaty odsetek jest częściej używany w przypadku emisji instrumentów o średnim i długim terminie zapadalności.

Papiery komercyjne mają postać materialną i zdematerializowaną, są emitowane jako imienne lub na okaziciela. Papiery komercyjne zmaterializowane są deponowane na rachunku depozytowym, a dane dotyczące ich nabywców są odnotowywane w rejestrze posiadaczy. Z reguły na potrzeby obrotu agent emisji wydaje dokument poświadczający zdeponowanie papieru komercyjnego, posiadającego postać materialną. Dokument taki jest określany różnie – jako świadectwo depozytowe, kwit depozytowy, odpis lub bon komercyjny. Papiery komercyjne mogą być również zapisane na rachunku papierów wartościowych w banku. Papiery komercyjne zdematerializowane są przechowywane przez agenta emisji jako zapis komputerowo-księgowy.

Oprocentowanie papierów komercyjnych, wynikające z dyskonta, jest powiązane ze stopą WIBOR – oprocentowanie po jakim banki udzielają pożyczek innym bankom) lub ze stopą procentową obowiązującą na rynku międzybankowym. Papiery te są sprzedawane

w transzach, których terminy zapadalności wahają się od 7 do 364 dni. Terminy zapadalności poszczególnych transz są ściśle dostosowywane do potrzeb emitenta. Program najczęściej obejmuje okres do 3 lat (rzadziej powyżej 3 lat) i w trakcie jego trwania emitent ma prawo do plasowania na rynku transz do wysokości ich sumy określonej dla programu. Możliwe jest odnawianie zapadających transz, tzw. „rolowanie”. Jest to możliwość ciągłego korzystania z kapitału bez konieczności jego spłaty w terminie zapadalności poszczególnych transz. Proces ten polega na wykupywaniu przez emitenta konkretnej transzy ze środków pochodzących z emisji następnej przy uwzględnieniu dopłaty wynikającej z wysokości dyskonta lub kuponu. Ta możliwość pozwala (zależnie od długości programu) na wykorzystanie papierów komercyjnych jako źródła finansowania długoterminowego. Z tej możliwości korzysta większość emitentów.

Zyskującą coraz większą popularność formą papierów komercyjnych są obligacje. W tym przypadku gwarancja spłaty długu nie jest aż tak wysoka i prawnie zabezpieczona jak w przypadku weksli. W związku z tym forma ta jest popularna głównie wśród dużych przedsiębiorstw o ustabilizowanej pozycji rynkowej lub też oddziałów czy jednostek zależnych znanych firm i koncernów międzynarodowych. Stosunkowo łatwiej i znacznie taniej mogą pozyskać środki na rynku duże podmioty gospodarcze posiadające dobrą sytuację finansową i rynkową lub uwzględniane w odpowiedni sposób w ratingach międzynarodowych czy też lokalnych agencjach ratingowych. Dodatkowo na możliwość i warunki emisji ma też wpływ sposób jej zabezpieczenia (lub jego brak). Najczęściej, jeśli jest ono stosowane, przybiera formę:

- poręczenia weksli przez właściciela – najczęściej spółkę matkę, ewentualnie bank,
- poręczenia spłaty zobowiązań z tytułu wyemitowanych obligacji również przez właściciela – spółkę matkę lub instytucję finansową,
- przyrzeczenia przez bank (banki), najczęściej agentów programu, objęcia części lub całości emisji za określoną dodatkową opłatę lub po określonej cenie, wyższej niż obowiązująca na rynku (jest to tzw. *underwriting*).

Na rynku polskim znane są również inne formy krótkoterminowych papierów dłużnych, np. bony komercyjne, bony handlowe, bony inwestycyjne.

Bez względu na konstrukcję prawną papiery komercyjne charakteryzują się pewnym zestawem uniwersalnych właściwości wspólnych:

- mają krótki termin zapadalności (zwykle 1–3 miesiące, maksymalnie do 1 roku),
- są uruchamiane i plasowane (umieszczane na rynku pierwotnym) w transzach w ramach i do wysokości programu emisji,
- ryzyko zakupu wiąże się z oceną sytuacji finansowej emitenta,
- istnieje możliwość obrotu na rynku wtórnym,
- przeznaczenie środków pozyskanych w wyniku emisji nie podlega specjalnym ograniczeniom, nie wymaga dokładnego określenia.

Po znalezieniu potencjalnego emitenta dochodzi do zawarcia wstępnego porozumienia. Na podstawie kryteriów sformułowanych przez agenta emisji, potencjalny emitent dostarcza informacje, w oparciu o które agent sporządza memorandum informacyjne i dokonuje oceny

wiarygodności kredytowej emitenta. Zawarte w memorandum informacje umożliwiają również dokonanie takiej oceny potencjalnym inwestorom. Memorandum informacyjne zawiera: warunki programu emisji (emitent, agent emisji, cel emisji, kwota programu emisji, okres zapadalności, forma prawna papieru komercyjnego, ewentualne poręczenia itd.), informacje o emitencie (forma prawna i struktura kapitałowa, zakres działalności emitenta, analiza sprzedaży, analiza szans i zagrożeń w działalności emitenta, strategia i polityka inwestycyjna, perspektywy rozwoju itd.), dane finansowe (bilans, rachunek zysków i strat, rachunek przepływów pieniężnych).

Następnie agent emisji opracowuje warunki programu, po czym następuje zawarcie umowy programowej, regulującej wszystkie istotne zagadnienia związane z procesem emisji. Umowa programowa jest zawierana z reguły na okres 2–3 lat, w którym maksymalny poziom zadłużenia przedsiębiorstwa z tytułu wyemitowanych papierów nie może przekroczyć określonego limitu. Emitent może uzyskać poręczenie dla swojej emisji ze strony trzeciego podmiotu. Z kolei agent emisji, za dodatkową opłatą, może przyjąć rolę subemitenta emisji, tzn. zobowiązać się do uplasowania na rynku wyemitowanych przez emitenta transz. Nie oznacza to jednak, że agent przyjmuje odpowiedzialność finansową za zobowiązania emitenta. Następnie agent oferuje papiery grupie wyselekcjonowanych przez siebie inwestorów. Oferta ma charakter niepubliczny. Kolejnym etapem jest uplasowanie emisji na rynku. Cały ten proces trwa około dwóch tygodni. Kolejne transze są uruchamiane po powiadomieniu agenta o zamiarze wyemitowania następnej transzy, ustaleniu warunków emisji i uplasowaniu jej na rynku przez bank. Pozyskanie środków w ramach już uruchomionego programu, w postaci kolejnej transzy, jest możliwe w ciągu około 2 dni.

Znajdujące się obecnie w obrocie na polskim rynku pieniężnym obligacje, weksle i inne papiery komercyjne są oferowane i nabywane jako forma wierzytelności i spełniają bardzo podobne funkcje. Zaletą tej formy krótkoterminowego instrumentu dłużnego jest szybkość i pewność egzekucji długu oraz możliwość kierowania emisji do nieograniczonego kręgu inwestorów (Tomala 2003).

## 8. Sekurytyzacja

Istota procesu sekurytyzacji polega na wyodrębnieniu puli aktywów charakteryzujących się niskim stopniem płynności, a następnie wyemitowaniu na ich podstawie papierów wartościowych i wprowadzeniu ich do obrotu na rynku kapitałowym, przez co stają się one instrumentem płynnym (Sierpińska, Wędzki 1999) Ten wyodrębniony pakiet wierzytelności musi spełniać określone warunki – wierzytelności powinny być możliwie homogeniczne, np. pula tylko i wyłącznie kredytów hipotecznych i mieszkaniowych, a jednocześnie powinny być możliwie zdywersyfikowane i pochodzić od wielu dłużników. Spłata emitowanych papierów wartościowych jest ściśle uzależniona od wpływów generowanych przez sekurytyzowane aktywa – zaspokojenie roszczeń inwestorów musi następować z wpływów

z tytułu zaspokajania roszczeń wynikających z tych wierzytelności lub związanych z nimi zabezpieczeń.

Sekurytyzacja to pozabilansowa metoda pozyskiwania kapitału na cele inwestycyjne i obrotowe polegająca na przekształceniu wyodrębnionych aktywów przedsiębiorstwa w papiery wartościowe, które mogą stać się przedmiotem obrotu, a w konsekwencji zostać upłynnione na środki gotówkowe.

Celem sekurytyzacji jest pozyskanie finansowania przez spółki, które albo poszukują alternatywnych źródeł finansowania o konkurencyjnym koszcie, albo nie są już w stanie pozyskiwać dalszych kapitałów obcych ze względu na zbyt wysoki ich udział w pasywach. Zastosowanie sekurytyzacji aktywów jest szczególnie korzystne w przypadku firm posiadających, w wyniku dokonywanej sprzedaży, znaczne należności regulowane przez odbiorców w dłuższych terminach. Utrzymywanie takich należności może być wymuszone przez rynek i konkurencję i może powodować kłopoty z płynnością firmy. W takim przypadku sekurytyzacja wierzytelności może być dobrym rozwiązaniem problemu płynności (Janik 2001).

Mechanizm sekurytyzacji polega na tym, że inicjator wyodrębnia pulę jednorodnych aktywów prezentujących prawa do mających nastąpić w przyszłości płatności (są to wierzytelności jakie widnieją po stronie aktywów bilansu). Inicjatorem sekurytyzacji jest przedsiębiorstwo, któremu przysługują aktywa poddawane sekurytyzacji. Inicjator wszczynając sekurytyzację poprzez uformowanie puli owych aktywów (podmiotami inicjującymi program sekurytyzacji mogą być banki, firmy leasingowe, przedsiębiorstwa lub sektor publiczny). Aktywa te przekazuje lub sprzedaje stworzonej w tym celu Spółce Specjalnego Przeznaczenia, inaczej Spółce Celowej (*SPV – Special Purpose Vehicle, SPC – Special Purpose Company*), która jest wyodrębnioną prawnie jednostką.

Następnie Spółka Celowa emituje papiery wartościowe na rynku kapitałowym, które bazują na puli aktywów nabytych od Inicjatora. Aby były one atrakcyjne dla inwestorów, specjalistyczne agencje ratingowe nadają im wystandaryzowane oceny. Środkami pozyskanymi ze sprzedaży emitowanych papierów płaci ona Inicjatorowi za zakupione aktywa. Spółka Celowa nie pozostaje w zależnościach właścicielskich z Inicjatorem, dzięki czemu istnieje bezpieczeństwo transakcji poprzez oddzielenie ryzyka związanego z potencjalną egzekucją aktywów Inicjatora od ryzyka wyemitowanych papierów wartościowych. Dodatkowo zobowiązania Spółki Celowej nie obciążają Inicjatora jako pierwotnego wierzyciela.

Spółka Celowa nie zajmuje się niczym innym poza nabywaniem aktywów i emisją papierów wartościowych bazujących na tych aktywach oraz wykonywaniem zobowiązań wobec inwestorów, nie występuje ryzyko związane z prowadzeniem innej działalności gospodarczej; spółka nie jest obciążona finansowaniem innych aktywów niż nabyte od Inicjatora.

Następnie aktywa (wierzytelności) są zamieniane na gotówkę wraz ze spłatą zadłużenia przez dłużników i przekazywane (zwykle poprzez Agenta Usługowego organizującego transakcję sekurytyzacji) Spółce Celowej. Ta zaś z otrzymanych środków dokonuje

inwestorom spłaty kapitału wraz z należnym oprocentowaniem, a także dokonuje opłaty za ubezpieczenie transakcji.

Aktywa nadające się do procesu sekurytyzacji muszą spełniać następujące kryteria:

- wierzytelności zostaną spłacone w pełnej kwocie w ustalonym terminie,
- dłużnicy mają wysoką wiarygodność,
- należności niespłacone w terminie mają niski udział,
- kwoty i terminy płatności są łatwe do zaplanowania,
- istnieje dywersyfikacja aktywów, np. pod względem geograficznym,
- aktywa mają przeciętny okres wymagalności dłuższy niż rok.

Przedmiotem sekurytyzacji są:

- Wierzytelności przyszłe

Wierzytelnościami przyszłymi są wierzytelności, które w chwili ich przeniesienia nie istnieją, ale które mają powstać w przyszłości. Możliwość przeniesienia takich wierzytelności dopuszcza zarówno doktryna obca, jak i polska. Szczególnie doktryna niemiecka dopuszcza możliwość rozporządzania wierzytelnościami przyszłymi z uwagi na wiążące się z tym korzyści praktyczne (w tym przede wszystkim przelew dla zabezpieczenia). W doktrynie polskiej zdaje się również przeważać uzasadnione stanowisko o dopuszczalności takiego przelewu.

- Wierzytelności z umów wzajemnych

Wierzytelności te są związane z takimi aktywami jak należności z tytułu okresowych dostaw energii elektrycznej, tj. wtedy, gdy po stronie uprawnionego leży dodatkowo obowiązek świadczenia (np. obowiązek dostarczania energii itd.). W związku z brakiem ustawowej definicji wierzytelności w doktrynie panuje spór co do dopuszczalności zbycia wierzytelności z umów wzajemnych. Zasadnicza wątpliwość opiera się na konstrukcji umów wzajemnych, z której część prawników wyprowadza wniosek, iż zmiana osoby wierzyciela jest możliwa wyłącznie w drodze jednoczesnego zawarcia umowy przelewu wierzytelności i przejęcia długu.

- Wierzytelności w zobowiązaniach o charakterze trwałym

Jeżeli realizacja ma formę świadczenia jednorazowego o charakterze ratalnym, to zakres przedmiotu zbycia obejmuje wierzytelność o spełnienie całego świadczenia oraz wypływające z wierzytelności bazowej uprawnienie do żądania spełnienia poszczególnych rat. Inna sytuacja występuje w przypadku zbywania wierzytelności, które wynikają z czynności prawnych mających za przedmiot świadczenia okresowe. W związku z tym, że w konstrukcji wierzytelności o świadczenie okresowe występuje uprawnienie do spełnienia całości świadczenia oraz poszczególnych świadczeń okresowych, zachodzi pytanie, czy te prawa mogą być przedmiotem obrotu. Uprawnienia te są bytami względnie samoistnymi, a więc nie ma powodów, dla których można byłoby postawić tezę o niedopuszczalności ich obrotu.

Proces sekurytyzacji pozwala zwiększać efektywność zarządzania finansami w firmie przez optymalizację wykorzystania kapitału, przyspieszenie przepływów pieniężnych i zwiększenie przychodów, a także przez zróżnicowanie źródeł finansowania, ograniczanie ryzyka

kredytowego oraz ograniczenie kosztu pozyskiwanego kapitału (Jaroński 2000; Ludwicki 2003).

### Podsumowanie

Bardzo istotnym czynnikiem decydującym o możliwości wyboru źródeł finansowania jest forma prawna prowadzenia działalności gospodarczej, ponieważ od niej zależy sposób ponoszenia odpowiedzialności za zobowiązania czy zakres informacji udostępnianej osobom trzecim. Oprócz formy prawnej bardzo ważnym elementem wpływającym na możliwość wyboru źródła finansowania jest wielkość przedsiębiorstwa i jego pozycja na rynku. Obydwa elementy mają znaczenie w odniesieniu do pozycji negocjacyjnej firmy przy zawieraniu umów. Silna pozycja umożliwi przedsiębiorcy uzyskanie warunków płatności ze strony dostawców i odbiorców, pozwalających uniknąć korzystania z dodatkowych źródeł finansowania działalności. Wielkość podmiotu pod względem majątku i przychodów wpływa na ocenę wiarygodności i zdolności do spłaty zobowiązań. Następnym czynnikiem mogącym ograniczać dostęp do źródeł finansowania jest kondycja finansowa przedsiębiorstwa. Potencjalni wierzyciele czy inwestorzy oceniając firmę biorą pod uwagę nie tylko płynność i wypłacalność, ale również rentowność i sprawność działania. W aspekcie rentowności analizowana jest zdolność podmiotu do generowania zysku, wielkość wyniku finansowego w relacji do różnych elementów składowych firmy, np. do aktywów zaangażowanych w jego wytworzenie, wielkości nakładów finansowych niezbędnych do jego uzyskania. Sprawność działania przedsiębiorstwa to umiejętność wykorzystania przez zarząd zasobów, głównie aktywów. Przedmiotem analizy w zakresie płynności finansowej jest możliwość spłaty zobowiązań przez przedsiębiorstwo w chwili ich wymagalności. Natomiast badanie zadłużenia służy ocenie stopnia wypłacalności firmy. Ocena kondycji finansowej firmy stanowi wypadkową ocen najważniejszych obszarów zarządzania finansowego podmiotu. Forma prawna, wielkość przedsiębiorstwa, pozycja na rynku oraz kondycja finansowa wpływają na rzeczywisty dostęp do źródeł finansowania. Opisane czynniki mogą rozszerzać lub ograniczać zbiór dostępnych źródeł finansowania. Wybór źródeł finansowania zależy nie tylko od wymienionych czynników zewnętrznych, ale również bierze pod uwagę strategię działania podmiotu. Uwzględnia też specyfikę potrzeb firmy w danym momencie.

Analiza wewnętrzna dotyczy potrzeb finansowych przedsiębiorstwa, przede wszystkim wielkości niezbędnych środków i terminu ich zwrotu, jak również bieżącej sytuacji przedsiębiorstwa – rentowność, aktywność, płynność, wypłacalność. Natomiast analiza zewnętrzna ocenia bieżącą sytuację na rynku pieniężnym, np. stopy procentowe, podaż pieniądza, oraz analizę różnych źródeł finansowania pod kątem procedur ich pozyskiwania oraz wymaganych zabezpieczeń.

Zebrane informacje mogą utworzyć syntetyczny miernik – koszt pozyskania dodatkowych źródeł finansowania. Koszt ten musi obejmować wszystkie nakłady związane z pozyskaniem i wykorzystaniem środków z danego źródła. Uproszczony wzór wyko-



rzystywane do obliczenia efektywnego kosztu każdego źródła finansowania zapisano następująco (Monitor Rachunkowości i Finansów, Zeszyt specjalny nr 3/2001):

Praca została zrealizowana w ramach umowy statutowej.

#### LITERATURA

- Bąk P., 2006 – Sekurytyzacja aktywów jako źródło finansowania działalności spółek węglowych. Praca doktorska, Kraków.
- Bień W., 1999 – Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa. Diffin, Warszawa.
- Brigham E.F., 1996 – Podstawy zarządzania finansami. PWE, Warszawa.
- Czekaj J., Dresler Z., 2005 – Zarządzania finansami przedsiębiorstw: podstawy teorii. PWN, Warszawa.
- Ickiewicz J., 1996 – Strategia finansowania przedsiębiorstwa. Wyd. „Poltext”, Warszawa.
- Janik W., 2001 – Analiza płynności finansowej przedsiębiorstwa. Doradca Podatnika nr 18/2001.
- Jaroński P., 2000 – Nowe instrumenty na rynku finansowym – sekurytyzacja. Gazeta Prawna nr 71.
- Ludwicki K., 2003 – Nowoczesne techniki finansowania przedsiębiorstwa. INFOR, dodatek do Serwisu FK nr 17.
- Monitor Rachunkowości i Finansów, Zeszyt specjalny nr 3/2001.
- Sierpińska M., Wędzki D., 1999 – Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie. PWN, Warszawa.
- Słownik ekonomiczno-prawny, [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl)
- Tokarski A., Tokarski M., 2002, – Faktoring jako instrument sterowania należnościami – koszty, korzyści. Dodatek do Serwisu Finansowo-Księgowego nr 46/2002b.
- Tokarski A., Tokarski M., 2002 – Płynność finansowa a zasady finansowania przedsiębiorstw. Dodatek do Serwisu Finansowo-Kredytowego nr 45/2002a.
- Tomala P., 2003 – Zalety i wady finansowania krótkoterminowymi papierami dłużnymi. Dodatek do Serwisu FK nr 24/2003.
- Zawadzki M., 2000 – Źródła finansowania działalności przedsiębiorstw, koszt kapitału, korelacje zadłużenia i potencjału inwestycyjnego przedsiębiorstw. INE PAN, Warszawa.

PATRYCJA BĄK

#### CHARACTERISTICS OF THE CAPITAL GAINING SOURCES AND FINANCING THE ACTIVITY OF COAL MINE ENTERPRISES. PART 2: SOURCES OF THE FOREIGN CAPITAL

#### Key words

Factoring, forfaiting, credit, leasing, bonds, commercial papers, securitization

#### Abstract

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

The following sources of gaining the foreign capital are described: credit, bonds, factoring, forfaiting, leasing, commercial papers and securitization.