

Dariusz Letkowski*

**SPECYFIKA FINANSOWANIA INWESTYCJI KREDYTEM
INWESTYCYJNYM I OBLIGACJAMI KORPORACYJNYMI
ORAZ CZYNNIKI WPLYWAJĄCE NA WYBÓR
ŹRÓDŁA FINANSOWANIA INWESTYCJI**

1. WSTĘP

Podjęcie optymalnych decyzji inwestycyjnych jest podstawowym warunkiem wzmocnienia pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa oraz zdolności do generowania dodatnich przepływów pieniężnych, która determinuje wartość dochodową przedsiębiorstwa. Celem inwestowania jest powiększenie majątku, mającego bezpośredni wpływ na osiąganie przez przedsiębiorstwo określonych celów związanych z maksymalizacją jego długoterminowej wartości. W konsekwencji, kluczowym procesem zarządzania finansowego staje się ocena i wybór najbardziej efektywnych projektów inwestycyjnych. Analiza efektywności projektów inwestycyjnych powinna przy tym uwzględniać wartość pieniądza w czasie oraz ryzyko różnych inwestycji – niewystarczające jest, szczególnie w zmiennych warunkach makroekonomicznych – maksymalizowanie zysków.

Celem artykułu jest określenie specyfiki finansowania kredytem inwestycyjnym i obligacjami, ocena wpływu kosztu finansowania kredytem inwestycyjnym oraz obligacjami notowanymi na rynku Catalyst na rentowność inwestycji oraz wskazanie przyczyn rosnącego finansowania działalności firm na rynku obligacji. W badaniu posłużono się miarami dynamicznymi oceny efektywności projektów inwestycyjnych – zastosowano wartość zaktualizowaną netto (ang. *Net Present Value, NPV*) oraz wewnętrzną stopę zwrotu (ang. *Internal Rate of Return, IRR*).

* Dr, adiunkt, Zakład Finansów i Rachunkowości MSP, Instytut Finansów, Bankowości i Ubezpieczeń, Uniwersytet Łódzki.

2. ZEWNĘTRZNE ŹRÓDŁA FINANSOWANIA PROJEKTÓW INWESTYCYJNYCH

Struktura pasywów stanowi odzwierciedlenie zróżnicowania źródeł finansowania majątku i decyzji podejmowanych przez przedsiębiorstwo odnośnie pozyskiwania środków niezbędnych do prowadzenia działalności bieżącej i rozwoju przedsiębiorstwa. Kapitał wypracowany przez przedsiębiorstwo stanowi finansowanie wewnętrzne. Natomiast kapitał obcy jest rozumiany jako wielkość środków finansowych postawionych do dyspozycji przedsiębiorstwa przez podmioty trzecie, na określonych warunkach i na określony czas. Kapitał zewnętrzny dociera do przedsiębiorstwa poprzez rynek pieniężny i kapitałowy oraz w drodze tzw. szczególnych form finansowania [Wypych, 1998, s. 83–84]. Praktyka rynku finansowego wskazuje, że przedsiębiorstwa w Polsce pozyskują finansowanie głównie z banków (kredyty inwestycyjne lub obrotowe) oraz poprzez emisję papierów wartościowych (głównie obligacji).

3. KREDYTY BANKOWE

Finansowanie kredytem bankowym uzależnione jest przede wszystkim od posiadania przez przedsiębiorstwo zdolności kredytowej, rozumianej jako zdolność do spłaty zaciągniętego kredytu wraz z odsetkami w umownych terminach. Zdolność kredytowa oceniana jest przez bank kredytujący, przy czym banki różnią się standardami oceny kondycji finansowej przedsiębiorstw, co znajduje odzwierciedlenie w ich polityce kredytowania i akcji kredytowej, a przede wszystkim marżach kredytowych determinujących koszt finansowania [Jaworski, Zawadzka, 2005, s. 662–701]. Ponadto, kredytobiorcy zobowiązują się do udostępniania niezbędnych informacji pozwalających bankom na ocenę ich zdolności kredytowej w trakcie okresu kredytowania.

Operacje kredytowe można klasyfikować pod względem płynności i metod udzielania kredytu, a także jego celu. Podział według metody udzielenia kredytu wyodrębnia kredyty w rachunku bieżącym i kredyty w rachunku kredytowym. Natomiast kredyty według przeznaczenia dzielimy na kredyty obrotowe i inwestycyjne.

Wyróżnić można dwa sposoby spłaty kredytu: ratą malejącą i ratą stałą [Podgórska, Klimkowska, 2006, s. 197–210]. W każdym przypadku rata składa się z dwóch części: kapitałowej i odsetkowej, a odsetki naliczane są według stopy oprocentowania kredytu od pozostającego do spłaty salda kredytu. W pierwszym przypadku następuje jednak spłata stałej wysokości kapitału – rata wynika z ilorazu kwoty kredytu i ilości okresów spłaty. W drugim przypadku w każdym okresie stała jest łączna wysokość raty, jednak zmienia się jej struktu-

ra – odsetki maleją, spłacany kapitał wzrasta. Raty stałe wyznaczone są zgodnie z następującą formułą [Jajuga, Jajuga, 2005, s. 52]:

$$RS = KK \frac{r(1+r)^n}{(1+r)^n - 1}$$

gdzie:

RS – rata stała (annuitetowa),

KK – kwota kredytu,

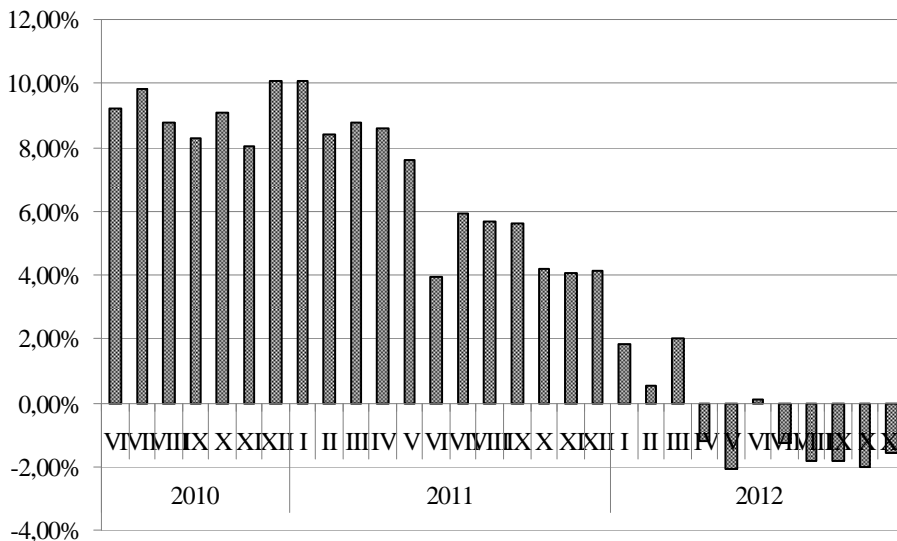
r – stopa oprocentowania kredytu dla okresu spłaty (najczęściej miesiąca lub kwartału).

Przedsiębiorstwa najczęściej zaciągają kredyty obrotowe i kredyty inwestycyjne. Pierwsze zaciągane są w rachunku bieżącym na okres do jednego roku. Kredyt obrotowy przeznaczony jest dla podmiotów gospodarczych mających nieregularne zapotrzebowanie na zasilenie kredytem bankowym. Kredyty w rachunku bieżącym dają możliwość korzystania z kredytu w sytuacji krótkoterminowego braku środków na rachunku bieżącym oraz możliwość optymalizacji kosztowej zadłużania poprzez możliwość zmniejszania lub likwidacji salda debetowego rachunku bieżącego w każdym momencie (kredytobiorca oszczędza na odsetkach, gdyż każdy wpływ zmniejsza automatycznie zadłużenie). Kredyty inwestycyjne udzielane są natomiast w rachunku kredytowym, przeważnie na okres kilkuletni i na konkretne cele inwestycyjne.

Wybierając kredyt pod uwagę należy wziąć szereg kryteriów, przede wszystkim: oprocentowanie, prowizje i opłaty, stosowane zabezpieczenia (np. depozyt zabezpieczający), zakres kontroli kredytowej w trakcie trwania umowy. Uwagę warto zwrócić na sposoby zabezpieczania zwrotu kredytu. Wy różnić można zabezpieczenia materialne (posiadany majątek) i prawne, wśród których wyodrębnia się zabezpieczenia osobiste (poręczenie, weksel własny *In blanco*, kaucja, itd.) oraz rzeczowe (zastaw, przewłaszczenie, hipoteka).

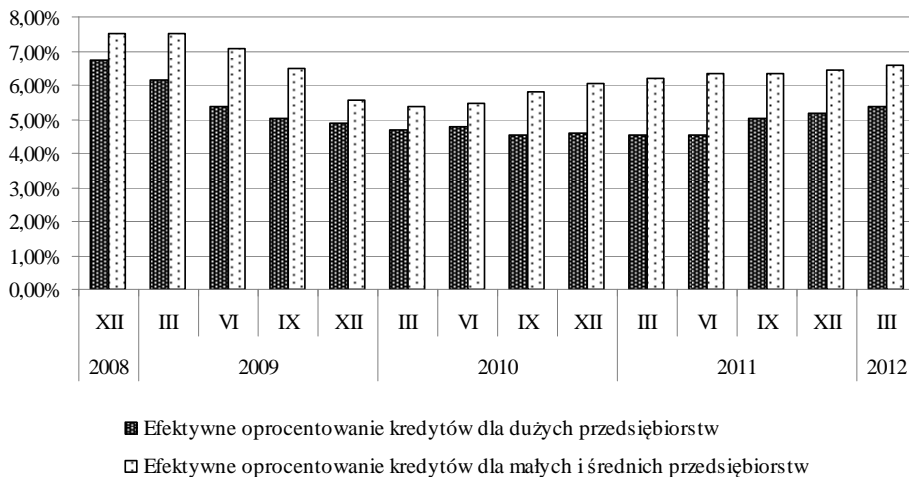
Obserwacje rynku w trakcie kryzysu finansowego, którego skutki odczuwamy w Polsce od początku 2008 r., skłaniają do stwierdzenia, że w ostatnich latach nastąpiło znaczne ograniczenie akcji kredytowej banków, w szczególności kredytów dla małych i średnich firm, przy jednoczesnym wzroście średniego oprocentowania udzielanych kredytów. Wnioski te potwierdza kształtowanie się opracowanego przez Open Finance i TVN CNBC Biznes indeksu dostępności kredytowej i jego zmiany.

Mimo, że indeks dostępności kredytów znajduje się na niskim poziomie od 2008 r., to jego poziom uległ jeszcze obniżeniu w roku 2012. Indeks Dostępności Kredytowej (IDK) obrazuje sytuację na rynku kredytów hipotecznych w złotych, ale jego kształtowanie na przestrzeni ostatnich lat potwierdza dane płynące z rynku o ogólnej polityce kredytowej banków, także dotyczącej przedsiębiorstw.



Rys. 1. Zmiany indeksu dostępności kredytowej w ujęciu rocznym

Źródło: eGospodarka.pl, grudzień 2012.



Rys. 2. Efektywne oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw dużych oraz MSP

Źródło: NBP, lipiec 2012, s. 37.

Według Konfederacji Pracodawców Polskich sytuacja na rynku kredytów dla przedsiębiorstw jest daleka od normalności [eGospodarka, grudzień 2012]. Poza podwyższaniem kryteriów ostrożnościowych (m. in. poprzez podniesienie marż dla bardziej ryzykownych kredytów) i zabezpieczeń, banki wprowadzają kolejne ograniczenia, przy czym restrykcje te dotyczą przede wszystkim małych i średnich przedsiębiorstw. Dodatkowo banki powszechnie odmawiają kredytowania firm, które działają krócej niż rok czy dwa, co zmniejsza ich szanse utrzymania się na rynku oraz hamuje proces powstawiania i rozwijania nowych podmiotów.

Zaostrzenie polityki kredytowej banków potwierdza ankieta, przeprowadzona przez NBP na przełomie września i października 2009 r. [NBP, lipiec 2009]. Zdaniem przedstawicieli banków – relatywnie dobre wyniki gospodarcze polskich przedsiębiorców i oznaki dalszego wzrostu dynamiki na tle innych krajów unijnych to za mało, by zagwarantować zwrot kredytów. Co ciekawe, dzieje się to w momencie, gdy następuje relatywna poprawa sytuacji w samych bankach. Z ankiety wynika bowiem, że ich sytuacja kapitałowa przestała być czynnikiem ograniczającym podaż kredytu. Kilka banków stwierdziło nawet, że ich pozycja kapitałowa sprzyja łagodzeniu polityki kredytowej, wskazując na pewną poprawę w płynności na rynku międzybankowym i w związanych z tym lepszych warunkach finansowania. Zarysowaną na rynku kredytowym sytuację potwierdzają dane z 2012 r. [NBP, październik 2012 r.]. Polityka kredytowa wobec przedsiębiorstw uległa zaostrzeniu w zakresie marż i wymaganych zabezpieczeń, w szczególności w segmencie MSP. Nastąpił również spadek popytu na kredyt – najsilniejszy w przypadku kredytów krótkoterminowych dla dużych przedsiębiorstw. W dalszym ciągu, w IV kwartale 2012 r., oczekiwane było zaostrzenie polityki kredytowej we wszystkich segmentach kredytów dla przedsiębiorstw.

Niezwykle istotną informacją wynikającą z rys. 2 jest poziom efektywnego oprocentowania kredytów dla dużych przedsiębiorstw oraz dla małych i średnich przedsiębiorstw. W marcu 2012 r. średnie szacunkowe oprocentowanie dla dużych przedsiębiorstw wyniosło około 5,25%, natomiast dla MSP około 6,75%. Kredyty bankowe są atrakcyjnym źródłem finansowania działalności przedsiębiorstw, jak wskazuje wykres powyżej, również pod względem kosztowym. W obecnych warunkach rynkowych przedsiębiorstwa powinny jednak poszukiwać nowych, dodatkowych źródeł finansowania, do których może należeć zorganizowany przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie rynek obligacji Catalyst.

4. OBLIGACJE KORPORACYJNE

Obligacje to papiery wartościowe emitowane w serii, w których emitent stwierdza, że jest dłużnikiem obligatariusza (posiadacza obligacji) i zobowiązuje

się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia (najczęściej okresowej płatności odsetek oraz wykupu obligacji) [Dębski, 2005, s. 231–233]. W przeciwieństwie do akcji, obligacje nie dają ich posiadaczowi żadnych uprawnień względem emitenta typu: współwłasność, dywidenda czy też uczestnictwo w walnych zgromadzeniach.

Obligacja jest dłużnym papierem wartościowym, który przynosi odpowiednio wyższą stopę zwrotu w porównaniu do depozytów, jednakże charakteryzuje się niższą płynnością (inwestor może czekać do dnia wykupu obligacji bądź sprzedać ją, jeśli jest taka możliwość, na rynku wtórnym, np. GPW). Na rynku występują istotne różnice w płynności poszczególnych rodzajów obligacji, co powoduje, że część obligacji może mieć znacznie mniejszą płynność niż lokaty oraz wyższą stopę dochodu. Oprócz wyższego ryzyka od lokat bankowych, zakup obligacji wiąże się z koniecznością poniesienia kosztów zakupu (nie dotyczy jedynie obligacji skarbowych), które nie występują w przypadku lokat bankowych.

Obligacje ze względu na rodzaj emitenta możemy podzielić na: a) rządowe – emitowane przez Skarb Państwa; b) municypalne – emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego; c) korporacyjne – emitowane przez przedsiębiorstwa.

Niezwykle istotny jest podział obligacji ze względu na sposób ich oprocentowania. Wyróżniamy przede wszystkim [Jajuga, 2005, s. 19–20]: a) obligacje zerokuponowe – obligacje występujące w handlu hurtowym, o charakterze dyskontowym (brak okresowych płatności odsetek – zysk wynika z różnicy ceny zakupu i sprzedaży lub wykupu); b) obligacja o stałym kuponie – to obligacja o stałym dochodzie równym oprocentowaniu obligacji, które płacone jest w równym okresie; c) obligacja o zmiennym kuponie – to obligacja, której oprocentowanie zmienia się w terminach płacenia odsetek – oprocentowanie jest zazwyczaj zależne od pewnej stopy odniesienia (tzw. stopa referencyjna), np. WIBOR, EURIBOR, LIBOR lub stopy rentowności bonów skarbowych. W odróżnieniu od obligacji o stałym kuponie, w momencie zakupu obligacji nie jest znana wartość przyszłych płatności odsetkowych obligacji.

Wartość rynkową obligacji określa wzór [Jajuga, Jajuga, 2005, s. 52]:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t}$$

gdzie:

- P – wartość (cena rynkowa) instrumentu finansowego,
- C_t – wpływy z danego instrumentu finansowego (kapitał i/lub odsetki) w okresie t ,
- n – liczba okresów do terminu zapadalności,
- t – numer okresu (od 1 do n),
- $1/(1+r)^t$ – czynnik dyskontujący dla okresu t ,

- r – stopa dyskontowa, wymagana przez inwestora rentowność w terminie do wykupu (ang. *yield to maturity*, *YTM*); określana na podstawie rynku, tzn. na podstawie wyceny instrumentów podobnego typu (zbliżonym terminie wykupu, kuponie, ratingu remitenta/instrumentu); do wyceny obligacji o stałym i zmiennym kuponie stosuje się ten sam wzór jednak w drugim przypadku wymagana stopa dochodu powinna się zmieniać w kolejnych okresach wypłacania odsetek.

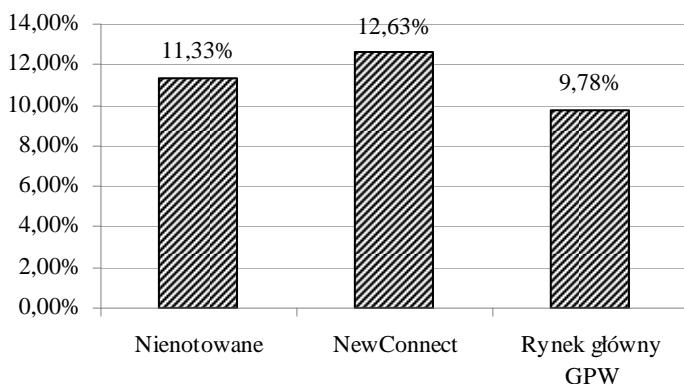
Rentowność obligacji w terminie do wykupu jest stała i znana w momencie nabycia, pod warunkiem reinwestycji odsetek po wewnętrznej stopie zwrotu obligacji oraz przetrzymania obligacji do momentu wykupu obligacji. Ceny obligacji zmieniają się w sposób przeciwny do zmian stopy procentowej – jeżeli stopy procentowe rosną/spadają ceny obligacji maleją/rosną. W związku z tym, że ceny i rentowności obligacji w obrocie zmieniają się, zakup obligacji może więc mieć charakter spekulacyjny lub zabezpieczający – inwestor, który spodziewa się spadku stóp procentowych może nabyć obligacje, a następnie je sprzedać, zyskując (zabezpieczenie) pokrycie strat wynikających z obniżenia stóp rynkowych.

W Polsce w ostatnich latach, pozyskaniem finansowania na rynku długoterminowych papierów dłużnych były zainteresowane głównie duże przedsiębiorstwa, zwłaszcza z branży energetycznej, które utrzymywały aktywność inwestycyjną porównywalną do tej, jaką wykazywały w 2010 r. [NBP, 2012, s. 21]. Ogółem, na koniec 2011 r. wartość zadłużenia przedsiębiorstw z tytułu emisji długoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw (DPDP) wyniosła 26,55 mld zł i była większa o 33,4% w porównaniu z końcem 2010 r. Udział papierów firm w całym rynku pozaskarbowych papierów dłużnych w Polsce nie zmienił się istotnie i wyniósł 35,0%. W obrocie znajdowały się obligacje około 180 przedsiębiorstw, z czego około 80 stanowili nowi emitenci. Wartość emisji przedsiębiorstw przeprowadzonych w 2011 r. wyniosła 10,94 mld zł i była większa o ponad 3 mld zł w porównaniu z 2010 r. Rozwojowi rynku obligacji przedsiębiorstw w Polsce sprzyjała dobra sytuacja ekonomiczna.

Obrót obligacjami przedsiębiorstw odbywał się głównie na rynku pozagiełdowym – na koniec 2011 r. w obrocie OTC znajdowały się instrumenty dłużne o wartości nominalnej około 22,3 mld zł. Banki zajmujące się obsługą emisji w trybie oferty niepublicznej organizowały obrót na rynku OTC, prowadziły ich ewidencję oraz dokonywały rozliczeń i rozrachunku transakcji. W 2011 r. nadal rosło znaczenie rynków wtórnych dłużnych papierów wartościowych funkcjonujących w ramach platformy Catalyst. Przeprowadzanie emisji papierów dłużnych w trybie oferty publicznej i wprowadzanie tych instrumentów do obrotu na rynkach zorganizowanych funkcjonujących na platformie Catalyst dawało przedsiębiorstwom nie tylko dostęp do większej grupy inwestorów, ale także poprawiało rozpoznawalność firmy [NBP, listopad 2012, s. 302–307].

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie uruchomiła w 2009 r. zorganizowany rynek dłużnych instrumentów finansowych Catalyst, którego celem było stworzenie platformy handlu dla inwestorów chcących ulokować swoje środki oraz emitentów poszukujących kapitału na finansowanie działalności. W ciągu zaledwie trzyletniej historii na rynku Catalyst zadebiutowało 161 emitentów obligacji nieskarbowych, pozyskując z 385 emisji łącznie ponad 55 mld zł. Na koniec września 2012 r. łączna wartość instrumentów notowanych na Catalyst razem z obligacjami skarbowymi i listami zastawnymi wyniosła ponad 562 mld zł. Istotną przesłanką utworzenia rynku obligacji Catalyst było rosnące zapotrzebowanie przedsiębiorców na kapitał w sytuacji ograniczania akcji kredytowej przez banki. Rynek Catalyst stał się istotną, komplementarną platformą aktywności inwestorów i emitentów [Grant Thornton, grudzień 2012, s. 2]. Niestety, mimo dwukrotnego wzrostu obrotów płynność rynku wtórnego instrumentów dłużnych na platformie Catalyst należy uznać za ograniczoną. Dodatkowo, w najbliższych latach rozwój platformy będzie uzależniony od tego, czy emitenci obligacji wywiążą się ze wszystkich ciężących na nich zobowiązań wobec obligatariuszy (w 2012 r. kwota planowanych wykupów wyniosła ponad 450 mln zł).

W warunkach niepewności na rynkach finansowych inwestorzy preferują instrumenty zabezpieczone. Niestety nadal większość wyemitowanych instrumentów była niezabezpieczona. W przyszłości może się to zmienić dzięki możliwości wykorzystania instytucji administratora hipoteki – umożliwia zabezpieczenie jedną hipoteką kilku wierzytelności [NBP, 2011, s. 21]. W związku z powyższym, obligacje przedsiębiorstw notowane na rynku Catalyst cechuje wysoka rentowność – średnie oprocentowanie takich obligacji wprowadzonych do obrotu w 2011 r. wynosiło 11,25%.



Rys. 3. Średnie oprocentowanie obligacji przedsiębiorstw i banków komercyjnych ze względu na rynek notowań akcji emitenta

Źródło: Grant Thornton, grudzień 2012, s. 27.

Analiza możliwości pozyskania finansowania jest bardzo ważnym etapem procesu planowania inwestycji. Sprawne pozyskanie finansowania inwestycji z kredytu bankowego lub w drodze emisji obligacji stanowi warunek przeprowadzenia inwestycji oraz możliwości wyboru najbardziej efektywnego jego wariantu.

5. OSZACOWANIE EFEKTYWNOŚCI ŹRÓDEŁ FINANSOWANIA ORAZ WSKAZANIE CZYNNIKÓW WPŁYWAJĄCYCH NA WYBÓR SPOSOBU FINANSOWANIA INWESTYCJI

Analiza opłacalności ułatwia wybór optymalnego źródła finansowania inwestycji oraz pozwala porównywać różne warianty realizacji, aby wybrać ten najbardziej efektywny. Do najczęściej stosowanych w praktyce dyskontowych metod oceny projektów inwestycyjnych należą: metoda wartości zaktualizowanej netto (ang. *Net Present Value, NPV*) oraz metoda wewnętrznej stopy zwrotu (ang. *Internal Rate of Return, IRR*) [Gajdka, Walińska, 1998, s. 23]. Stąd wybór NPV oraz IRR jako miar efektywności źródeł finansowania inwestycji.

Wartość zaktualizowaną netto oblicza się zgodnie z ogólną formułą [Rogowski, 2005, s. 111]:

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{NCF_t}{(1+r)^t}$$

gdzie:

NPV – wartość zaktualizowana netto,

NCF_t – przepływy pieniężne netto projektu (z uwzględnieniem nakładów inwestycyjnych) w kolejnych latach okresu realizacji i eksploatacji inwestycji,

r – poziom stopy dyskontowej,

$t = \text{od } 0 \text{ do } n$ – okresy (najczęściej lata) realizacji i eksploatacji inwestycji.

W celu wyznaczenia wartości wewnętrznej stopy zwrotu należy rozwiązać następujące równanie [Rogowski, 2005, s. 128]:

$$\sum_{t=0}^n \frac{NCF_t}{(1+IRR)^t} = 0$$

gdzie:

IRR – wewnętrzna stopa zwrotu.

Ocena efektywności (analiza *case study*) została przeprowadzona dla hipotetycznego projektu inwestycyjnego, obejmującego rok okresu realizacji i 4 lata okresu eksploatacji. W obu wariantach kalkulacji, przyjęto jednakowe założenia odnośnie kształtowania się komponentów finansowych wpływających na przepływy pieniężne: wydatków inwestycyjnych oraz przepływów pieniężnych netto w horyzoncie prognozy.

Tabela 1

Wydatki inwestycyjne oraz przepływy pieniężne netto w horyzoncie prognozy

Rok	1	2	3	4	5
Przepływy pieniężne operacyjne	0	400 000	400 000	400 000	400 000
Nakłady inwestycyjne (ogółem)	1 000 000	0	0	0	0
Koszty finansowe związane z kredytem	60 000	48 000	36 000	24 000	12 000
Koszty finansowe związane z obligacją	112 467	112 467	112 467	112 467	112 467
Przepływy pieniężne netto dla finansowania kredytem	-1 060 000	352 000	364 000	376 000	388 000
Przepływy pieniężne netto dla finansowania obligacją	-1 112 467	287 533	287 533	287 533	287 533

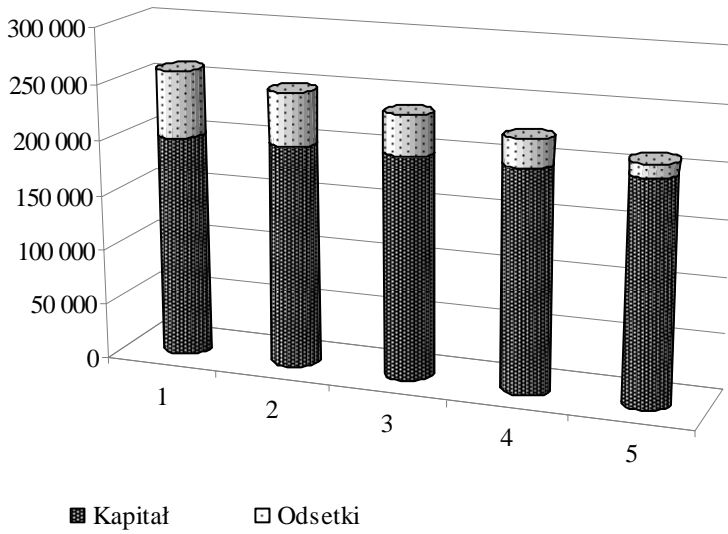
Źródło: opracowanie własne.

Kalkulacje efektywności różnią się jedynie wielkością przepływów związanych ze źródłem finansowania:

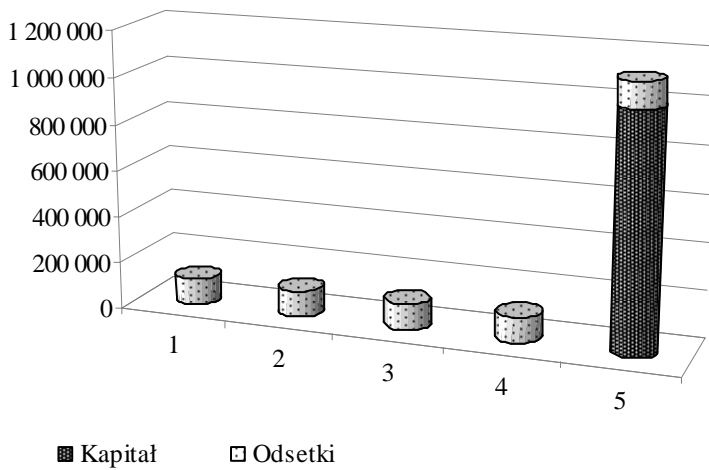
1. Kredyt inwestycyjny w kwocie 1 mln zł rozliczono zgodnie z formułą rat malejących – spłata stałej kwoty kapitału w każdym z pięciu lat finansowania; stopa oprocentowania 6% (średnie oprocentowanie kredytów przedsiębiorstw); roczny okres odsetkowy.

2. Obligację rozliczono zgodnie z umownymi przepływami – oprocentowanie 11,25% (średnie oprocentowanie obligacji korporacyjnych na rynku Catalyst); odsetki płatne w okresach rocznych; spłata kapitału na koniec piątego roku.

Prezentowane wykresy wskazują przede wszystkim, że rozłożenie strumienia płatności z tytułu obsługi długu jest zdecydowanie bardziej równomierne w przypadku kredytu bankowego. Należy również wskazać, że w tym przypadku również suma poniesionych kosztów jest zdecydowanie niższa, co ma zasadniczy wpływ na efektywność inwestycji mierzoną *NPV* i *IRR*. Należy przy tym wskazać, że niższa wartość kosztu finansowania związana jest przede wszystkim z niższym oprocentowaniem długu oraz szybszą amortyzacją długu w przypadku kredytu bankowego. Odroczenie spłaty długu (kapitału) do terminu wymagalności, jakie ma miejsce w przypadku obligacji, jest jednak korzystne z punktu widzenia zarządzania ryzykiem projektu inwestycyjnego (poprawia jego płynność w okresie inwestycji).



Rys. 4. Przepływy związane z obsługą zadłużenia – kredyt inwestycyjny
 Źródło: opracowanie własne.



Rys. 5. Przepływy związane z obsługą zadłużenia – obligacja korporacyjna
 Źródło: jak do rys. 4.

Tabela 2

Porównanie wyników obliczeń miar efektywności inwestycji dla finansowania kredytem bankowym i obligacją korporacyjną

Źródło finansowania	Kredyt	Obligacja
Wartość bieżąca netto (<i>NPV</i>)	219 063,37	-116 134,79
Wewnętrzna stopa zwrotu (<i>IRR</i>)	14,56%	1,35%

Źródło: opracowanie własne.

Prezentowany w tej części przykład uzasadnia, że wybór źródła finansowania może mieć decydujący wpływ nie tylko na opłacalność, ale również zasadność przeprowadzenia inwestycji. W świetle powyższego rachunku ekonomicznego zastanawia, jakie czynniki przesądzają, że przedsiębiorstwa w coraz większym stopniu korzystają z mniej efektywnego kosztowo finansowania obligacjami korporacyjnymi.

Tabela 3

Struktura finansowania obligacjami korporacyjnymi i kredytami bankowymi

Źródło finansowania	2008	2009	2010	2011
Emisja długoterminowych obligacji	1,28%	1,14%	3,68%	3,20%
Kredyty bankowe	98,72%	98,86%	96,32%	96,80%

Źródło: opracowanie własne na podstawie: NBP, listopad 2012, s. 25 i 105.

Z przedstawionych wyżej danych wynika, że ma to związek przede wszystkim z następującymi tendencjami:

1. w konsekwencji kryzysu finansowego, banki podwyższyły kryteria ostrożnościowe udzielania kredytów (wymagania wyższej wartości zabezpieczeń);

2. dodatkowo, banki powszechnie odmawiają kredytowania firm, które działają krócej niż rok czy dwa, co zmniejsza ich szanse utrzymania się na rynku oraz hamuje proces powstawiania i rozwijania nowych podmiotów;

3. powstanie rynku obligacji Catalyst, które jest efektem rosnącego zapotrzebowania przedsiębiorców na kapitał w sytuacji kryzysu płynności na rynku i ograniczania akcji kredytowej banków;

4. przedsiębiorstwa poszukują nowych źródeł pozyskiwania funduszy, w tym poprzez emisję obligacji korporacyjnych, co daje nie tylko dostęp do większej grupy inwestorów, ale także wpływa na rozpoznawalność firmy, a więc jej promocję.

Podsumowując, przedsiębiorstwa są obecnie bardziej niż w przeszłości skłonne ponosić wyższe koszty finansowania na rynku kapitałowym, niż ma to miejsce w przypadku finansowania kredytem inwestycyjnym. Dzieje się tak mimo tradycyjnych więzi przedsiębiorstw z obsługującymi je bankami. Należy podkreślić, że zasadniczą przyczyną takiej sytuacji jest znaczne ograniczenie akcji kredytowej banków, co stanowi zapewne jedną z bardziej dotkliwych konsekwencji kryzysu finansowego, gdyż wpływa na kondycję całej gospodarki. Warto jednak wskazać, że dane za 2011 r. wskazują na wyższe zaangażowanie banków w procesy inwestycyjne realizowane przez firmy, co stanowi dobry prognostyk dla gospodarki.

6. ZAKOŃCZENIE

Planując przedsięwzięcie inwestycyjne inwestor powinien uwzględnić wszystkie przewidywane kategorie przepływów pieniężnych: nakłady inwestycyjne, wydatki eksploatacyjne, wielkość wpływów ze sprzedaży produktów czy usług oraz poziom i koszt finansowania projektu. Tradycyjnie, projekty inwestycyjnie finansowane są głównie przez banki. Jednak na przestrzeni ostatnich kilku dekad obserwowane są znaczne zmiany aktywności banków z zakresie kredytowania podmiotów gospodarczych – zjawisko to jest z pewnością skorelowane z okresowymi zawirowaniami na rynkach finansowych. Wspomniane procesy, szczególnie w warunkach zaburzeń rynkowych, wpływają na zdolność przedsiębiorstw do generowania przyszłych dochodów oraz zdolność do stabilnego rozwoju. Praktyka wskazuje, że w takiej sytuacji banki niechętnie podejmują się finansowania przedsiębiorstw. Przedsiębiorstwa zmuszane są więc do poszukiwania innych źródeł finansowania działalności, na przykład poprzez rynek kapitałowy.

Z badań przeprowadzonych przez NBP w 2005 r. [Grąt, Sobolewski, 2005, s. 55–66] wynikało, że do barier rozwoju rynku instrumentów dłużnych poza-skarbowych w Polsce należy zaliczyć słabą znajomość wśród inwestorów zasad funkcjonowania publicznego rynku papierów dłużnych, koszty związane z emisją, brak przejrzystości oraz tzw. efekt wypychania rynku obligacji korporacyjnych przez dużą podaż atrakcyjnie oprocentowanych obligacji skarbowych. Emitenci obligacji deklarowali jednak chęć korzystania z tej formy pozyskiwania kapitału. Należy wskazać, że rynek obligacji Catalyst pozwolił na ograniczenie oddziaływania tych barier. Dane rynkowe potwierdzają, że przedsiębiorstwa z roku na rok pozyskują coraz większe kwoty funduszy w drodze emisji długoterminowych papierów dłużnych, do czego w coraz większym stopniu przyczynia się rynek Catalyst.

Warto jednak zwrócić uwagę, na co wskazują przytoczone dane rynkowe o poziomie kosztu finansowania kredytem bankowym i obligacjami oraz przeprowadzone obliczenia, że w warunkach niedoboru płynności rynkowej niezwykle istotna jest nie tylko możliwość zapewnienia odpowiedniego poziomu źródeł finansowania, ale również ocena wrażliwości rentowności projektu inwestycyjnego na poziom kosztu finansowania. Ograniczony dostęp do źródeł finansowania lub brak możliwości ich pozyskania może uniemożliwić przeprowadzenie potencjalnie rentownego projektu gospodarczego. Natomiast wybór niewłaściwego źródła finansowania może spowodować, że dobrze rokujący ekonomicznie projekt inwestycyjny nie przyniesie oczekiwanych korzyści finansowych. Stąd, istotny jest wybór optymalnego źródła finansowania, uwzględniającego dochodowość inwestycji oraz kondycję finansową inwestora. W praktyce, niezwykle istotna jest dla przedsiębiorstw możliwość finansowania po jak najniższym koszcie, co umożliwia realizację większej liczby projektów inwestycyjnych, które w takiej sytuacji stają się rentowne.

BIBLIOGRAFIA

- Dębski W., 2005, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- eGospodarka.pl, 2012, *Dostępność kredytów: indeks XI 2012*, <http://www.finanse.egospodarka.pl/88514,Dostepnosc-kredytow-indeks-XI-2012,1,63,1.html>, grudzień.
- Gajdka J., Walińska E., 1998, *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
- Grąt A., Sobolewski P., 2005, *Wybrane determinanty rozwoju rynku akcji i korporacyjnych instrumentów dłużnych w Polsce. Wyniki badania ankietowego*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Jajuga K., Jajuga T., 2005, *Inwestycje, instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Jaworski L.W., Zawadzka Z. (red.), 2005, *Bankowość. Podręcznik akademicki*, Poltext, Warszawa.
- Narodowy Bank Polski, 2012, *Informacja o kondycji ekonomicznej sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kwartale 2011 oraz prognoz koniunktury na I kwartał 2012*, Warszawa, www.nbp.pl.
- Narodowy Bank Polski, 2012, *Raport o stabilności systemu finansowego*, Lipiec, www.nbp.pl.
- Narodowy Bank Polski, 2011, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2009 r.*, Warszawa, www.nbp.pl.
- Narodowy Bank Polski, 2011, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2009 r.*, Warszawa, www.nbp.pl.
- Narodowy Bank Polski, 2012, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 r.*, Warszawa, listopad, www.nbp.pl.
- Narodowy Bank Polski, 2009, *Sytuacja na rynku kredytowym wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. III kwartał*, Warszawa, lipiec, www.nbp.pl.
- Narodowy Bank Polski, 2012, *Sytuacja na rynku kredytowym wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. IV kwartał*, Warszawa, październik, www.nbp.pl.
- Podgórska M., Klimkowska J., 2006, *Matematyka finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

- Rogowski W., 2005, *Rachunek efektywności przedsięwzięć inwestycyjnych*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Wypych M., 1998, *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, Absolwent, Łódź.

Dariusz Letkowski

INFLUENCE OF FINANCING COST ON INVESTMENT PROFITABILITY

The aim of the article is to present the main funding sources of companies' investment activities. The specificity of investment credits and corporate bonds is presented, as well as market data concerning both funding sources. The latest observed volatility of financial markets has great influence on companies financial results and cash flows in particular. Uncertain market conditions rise financing cost, that determines investments' financial profitability. Credit crunch and adverse market conditions result in observed restrictions of banks' credit activity. Thus enterprises are forced to look for other financing sources, such as Catalyst's market bonds. In conclusion, any usage of credit or bonds financing should be in practice analyzed from profitability and risk perspective, apparently submitted and supported by diligent business verification.