

Jacek Grzywacz
Anna Jabłońska

TRADYCYJNE I ALTERNATYWNE MOŻLIWOŚCI FINANSOWANIA MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW

Wprowadzenie

Wszystkie przedsiębiorstwa, bez względu na swoją wielkość, miejsce czy zakres działalności potrzebują źródeł finansowania. Finansowanie przybiera różne formy i rozmiary, zależnie od potrzeb i możliwości przedsiębiorstwa finansowanego oraz przyjętej przez nie strategii finansowania. O potrzebach i najodpowiedniejszych do zaspokajania owych potrzeb formach finansowania decydują liczne czynniki, takie jak: wyniki finansowe przedsiębiorstwa, bieżący koszt kapitału, poziom kontroli akcjonariuszy oraz ich stosunek do podejmowania ryzyka, jakość kadry menedżerskiej, perspektywy rozwoju przedsiębiorstwa, jego pozycja i ryzyko rynkowe, cechy specyficzne branży, a także faza rozwoju, w której znajduje się przedsiębiorstwo, czy rodzaj systemu finansowego, w jakim działa.

Począwszy od czasu gwałtownego wzrostu zainteresowania całym sektorem małych i średnich przedsiębiorstw (MSP)¹ w latach osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych, na łamach prasy oraz licznych publikacjach naukowych, prowadzona jest dyskusja na temat czynników sprzyjających rozwojowi przedsiębiorczości oraz w konsekwencji, zwiększeniu tempa wzrostu gospodarczego, najczęściej mierzonego poziomem dynamiki Produktu Krajowego Brutto (PKB).

¹ Mały przedsiębiorca, w myśl przepisów ustawy z dnia 2 lipca 2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej (Dz. U. z 2010 r. Nr 220, poz. 1447, z późn. zm.), to przedsiębiorca, który w co najmniej jednym z dwóch ostatnich lat obrotowych zatrudniał średniorocznie mniej niż 50 pracowników oraz osiągnął roczny obrót netto ze sprzedaży towarów, wyrobów i usług oraz operacji finansowych nieprzekraczający równowartości w złotych 10 milionów euro, lub sumy aktywów jego bilansu sporządzonego na koniec jednego z tych lat nie przekroczyły równowartości w złotych 10 milionów euro. Dla średniego przedsiębiorcy powyższe wskaźniki określono na poziomie 250 pracowników, 50 mln euro w przypadku obrotu, oraz 43 mln euro w przypadku sumy bilansowej.

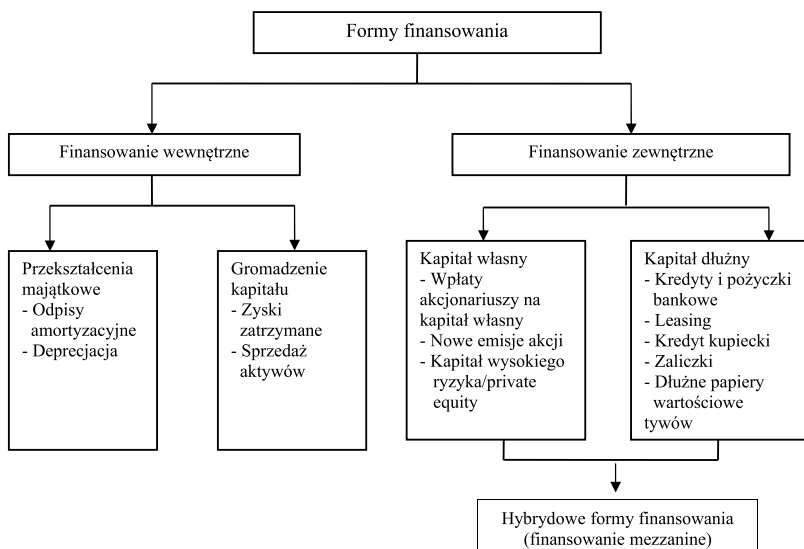
1. Źródła pozyskania kapitału

Prowadzenie działalności gospodarczej wymaga znacznego nakładu kapitału. Zaangażowane kapitały stanowią niezbędny mechanizm funkcjonowania każdego przedsiębiorstwa, bez tego bowiem nie jest możliwy jego rozwój. W literaturze przedmiotu istnieje wiele podziałów potencjalnych źródeł finansowania przedsiębiorstw, opartych na różnorodnych kryteriach, wśród których warto wyróżnić:

- * prawo własności kapitału:
 - kapitał własny,
 - kapitał obcy;
- * źródło pochodzenia kapitału:
 - wewnętrzne,
 - zewnętrzne;
- * czas dysponowania określonym kapitałem:
 - krótkoterminowe,
 - długoterminowe;
- * cel finansowania
 - pierwotne
 - bieżącej,
 - rozwoju, czyli procesów inwestycyjnych².

Podział źródeł finansowania ilustruje rysunek 1.

Rysunek 1: Formy finansowania przedsiębiorstwa.



Źródło: T. Enz, S. Kraenzlin, C. Ravara, *Economic Briefing no. 39, Credit Suisse Economic Research, Zurich 2005, s.5*

² A. Skowronek–Mielczanek, *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*. Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2005, s. 1-4.

Każde przedsiębiorstwo posiada aktywa (majątek obrotowy i trwały) niezbędne do prowadzenia działalności operacyjnej. Aby sfinansować potrzebne składniki majątku, przedsiębiorstwo musi pozyskać odpowiedni kapitał. Przez kapitał rozumie się fundusze (zasoby finansowe) powierzone przedsiębiorstwu przez jego właścicieli³. Kapitał własny w większości przedsiębiorstw jest głównym źródłem jego finansowania. Daje on dawcy tego kapitału prawo własności przedsiębiorstwa. Uczestniczy on w podziale wypracowanego zysku lub pokryciu straty odpowiednio do wniesionych udziałów. Jego cechą charakterystyczną jest długoterminowe zaangażowanie, statyczność oraz trwałe związanie z funkcjonowaniem firmy. Kapitały własne występują w zależności od formy prawnej prowadzonej działalności pod różnymi nazwami, np. w spółkach osobowych jest to kapitał własny, w spółkach kapitałowych nosi nazwę kapitału zakładowego, zapasowego lub rezerwowego.

Kapitały obce cechuje natomiast to, że są one oddane do dyspozycji przedsiębiorstwa na okresowy czas, po którym powinny zostać zwrócone. Korzystanie z tego źródła wiąże się z określonymi kosztami. Pożyczone środki oraz odsetki muszą być spłacone w określonym z góry terminie, niezależnie od sytuacji finansowej. W przeciwnym razie wierzyciele mogą postawić przedsiębiorstwo w stan upadłości i domagać się należnych im środków finansowych. W przypadku likwidacji firmy zobowiązania wobec wierzycieli spłacane są w pierwszej kolejności, przed właścicielami⁴. Dawcy kapitału obcego nie mają jednak wpływu na decyzje dotyczące działalności przedsiębiorstwa, a jedynie jak wykorzystywany będzie pożyczony przez nich kapitał. Ważna w przypadku kapitału obcego jest możliwość zmniejszenia obciążeń podatkowych przedsiębiorstwa, gdyż płacone odsetki uznawane są za koszt uzyskania przychodu i zmniejszają podstawę opodatkowania. Jest to tzw. „tarcza podatkowa”. Przy odpowiednim korzystaniu z kapitału obcego przedsiębiorstwo może odnieść duże korzyści finansowe, powstaje wówczas efekt dźwigni finansowej, który może pozytywnie wpłynąć na rentowność kapitałów własnych.

Finansowanie hybrydowe posiada cechy zarówno kapitału własnego, jak i obcego. Jest to połączenie tradycyjnych form finansowania obcego z prawami pochodnymi⁵. Finansowanie hybrydowe, zwane w skrócie „mezzanine” powstało w latach 80 – tych w Ameryce Północnej, stąd sprowadzone zostało do Europy. Jak już wspomniano,

³ A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wyd. naukowe PWN Warszawa 2001, s.12.

⁴ J. Ickiewicz, *Pozyskanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwie*, Szkoła Główna Handlowa – Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2004, s. 39-41.

⁵ J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Szkoła Główna Handlowa – Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2012, s. 47.

łączy w sobie cechy długu i kapitału własnego i z tego powodu doskonale wypełnia lukę między dwiema tradycyjnymi warstwami finansowania (kapitałem własnym i dłużnym).

Tabela 1. Porównanie najważniejszych cech kapitału dłużnego, własnego i kapitału typu mezzanine.

	Dług	Mezzanine	Kapitał własny
Perspektywa ekonomiczna	Kapitał dłużny	Kapitał własny	Kapitał własny
Perspektywa prawna	Kapitał dłużny	Kapitał własny	Kapitał własny
Kwestie podatkowe	Odsetki możliwe do odliczenia od podatku	Odsetki możliwe do odliczenia od podatku	Opodatkowanie
Zaangażowanie inwestora w zarządzanie	Brak bezpośredniego zaangażowania	Brak bezpośredniego zaangażowania	Brak bezpośredniego zaangażowania (prawo głosu)
Okres zaangażowania	3-5 lat	5-8 lat	Nie limitowany
Zabezpieczenie	Wymagane	Brak zabezpieczeń	Brak zabezpieczeń
Cel	Ścisłe określony w umowie	Nie zdefiniowany	Nie zdefiniowany
Faza rozwoju spółki	Może być stosowane w spółkach na etapie rozwoju i wzrostu, ekspansji, dojrzałości	Może być stosowane w spółkach na etapie rozwoju i wzrostu, ekspansji, dojrzałości i zmian w strukturze własności	Może być stosowane na wszystkich etapach rozwoju spółki, zarówno <i>seed</i> i <i>start-up</i> (w postaci kapitału wysokiego ryzyka i <i>private equity</i>), jak i później poprzez emisję akcji

Źródło: T. Enz, C. Ravara, *Mezzanine Finance – A Hybrid Instrument with a Future*, *Economic Briefing no.42*, Credit Suisse, Zurich, 2006, s. 8, 12

Do typowych hybrydowych papierów wartościowych można zaliczyć obligacje zamienne (*convertibles*). Dają one ich posiadaczom możliwość zamiany obligacji na wcześniej ustaloną ilość akcji w określonym czasie. Posiadacz obligacji zamiennych oczekuje, że cena akcji podmiotu emitującego wzrośnie tak, aby konwersja z papieru dłużnego na udziałowy przyniosła zysk. Jednak, gdy ceny akcji spadną, nie ma on obowiązku zamiany⁶. W świetle obowiązujących teorii istnieją dwa podejścia do tego typu instrumentów. Z jednej strony postrzega się je jako łagodzące różnego rodzaju koszty finansowe związane z zadłużeniem. Wysokość oprocentowania obligacji zamiennych jest niższa niż zwykłych papierów dłużnych ze względu na to, że mogą

⁶ R. A. Brealey, S. AC. Myers, *Principles of Corporate Finance*, 7th Edition, Wyd. McGraw-Hill, Boston 2003, s. 392.

one być zamienione na akcje, co daje możliwość zrealizowania dodatkowych zysków, gdy kurs akcji wzrośnie. Z drugiej strony obligacje zamienne można traktować jako odroczone finansowanie udziałowe⁷. Ma to uzasadnienie, gdy przedsiębiorstwo chce opóźnić proces tzw. „rozwodnienia kapitału”. Przy emisji akcji, zwłaszcza dla młodego, dynamicznie rozwijającego się przedsiębiorstwa, ich wycena może być zaniżona i nie zapewni to dostatecznej ilości kapitału. Z kolei przy zbyt dużej ilości wyemitowanych akcji zwiększa się kapitał, ale tym samym zysk na jedną akcję maleje i pogarszają się wskaźniki rynku kapitałowego. Dlatego też firmy o wysokim potencjale wzrostu chętnie stosują ten instrument hybrydowy. Mają one zwykle duże zapotrzebowanie na kapitał, a z drugiej strony nie mogą sobie pozwolić na zaciąganie długu czy emisję akcji. Miałyby to negatywny wpływ na ich wartość rynkową, właśnie ze względu na wysoki koszt obsługi długu, czy proces rozwodnienia zysku⁸.

Korzystny przy stosowaniu obligacji zamiennych jest także efekt tarczy podatkowej, działającej tak samo, jak w przypadku zadłużenia się. Emisja tych papierów wartościowych jest tańsza niż emisja zwykłych obligacji. Jest to przy tym elastyczny sposób finansowania, ponieważ można modyfikować warunki emisji w zależności od sytuacji na rynku.

Tabela 2. Źródła kapitałów obcych w przedsiębiorstwie.

Kapitały obce	
Krótkoterminowe	Długoterminowe
kredyty bankowe	kredyty bankowe
zobowiązania odnawialne	poręczenie kredytowe
kredyty od dostawców	leasing
kredyty od odbiorców	franchising
faktoring	obligacje
pożyczki	dotacje i subwencje
krótkoterminowe papiery dłużne	środki z funduszy pomocniczych
	rezerwy
pożyczki od rodziny i znajomych	pożyczki od rodziny i znajomych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie A. Skowronek-Mielczarek: Małe i średnie..., op. cit., s.31

Finansowanie wewnętrzne to finansowanie w ramach przedsiębiorstwa, pozyskane wskutek przekształceń majątkowych oraz gromadzenia kapitału. Do głównych źródeł wewnętrznych należą zatrzy-

⁷ M. Dutordoir, L. van de Gucht, *Why Do Western European Firms Issue Convertibles Instead of Straight Debt or Equity*, Erasmus Research Institute of Management, Rotterdam 2006, s. 2.

⁸ A. Dulinić, *Struktura...*, op. cit., s. 32-33.

mane zyski oraz amortyzacja. Należy zauważyć, że przekształcenia majątkowe nie prowadzą bezpośrednio do wzrostu kapitału, a raczej do polepszenia płynności finansowej⁹.

Finansowanie zewnętrzne występuje wtedy, gdy pozyskany kapitał nie jest generowany przez przedsiębiorstwo. Wówczas jest on pozyskiwany z nadwyżek środków finansowych lub kapitału rzeczowego innego podmiotu. Finansowanie zewnętrzne jest wykorzystywane w procesach rozwojowych, gdy potrzebne są znaczne kapitały.

Innym kryterium podziału kapitałów w przedsiębiorstwie jest czas, przez jaki podmiot dysponuje środkami. Kapitał długoterminowy ma zwykle zapadalność powyżej jednego roku. Kapitał krótkoterminowy natomiast charakteryzuje się okresem spłaty do jednego roku.

Ze względu na cel finansowania wyodrębnia się finansowanie pierwotne, występujące w chwili zakładania nowej firmy wskutek wniesienia środków własnych właścicieli (pokrycia opłaty związane z tworzeniem nowego podmiotu np. odpowiedni kapitał, opłaty, nabycie nieruchomości, maszyn itp.).

Tabela 3. Usługi finansowe dla małych i średnich przedsiębiorstw.

Podmioty	Finansowanie pasywne	Finansowanie aktywne	Rozliczenia
Banki	Kredyt Gwarancja bankowa Dyskonto weksli Faktoring	Lokata bankowa	Rachunek bieżący Polecenie przelewu Polecenie zapłaty Akredytywa dokumentowa Inkaso dokumentowe Karty płatnicze
	Instrumenty kapitałowe Instrumenty dłużne	Usługi powiernicze Doradztwo Instrumenty dłużne Instrumenty właścicielskie	
Parabanki	Leasing Faktoring		Karty płatnicze
Inne finansowe	Venture capital	Fundusz inwestycyjny Fundusze ubezpieczeniowy	
Niefinansowe	Środki własne Private Placement Weksel Kredyt kupiecki	Weksel	Weksel Usługi kantorów Usługi poczty

Źródło: Opracowanie własne na podstawie ofert produktowych skierowanych dla MSP.

⁹ Ibid., s. 29. J. Ickiewicz, Pozyskanie,

Kredyt bankowy jest drugim co do wielkości sposobem na finansowanie rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw. Pierwsze miejsce zajmują oczywiście środki własne. Na polskim rynku pomimo tego, że małe firmy mają ograniczone możliwości uzyskania kredytu bankowego, coraz więcej banków stara się dotrzeć z ofertą do klientów tego sektora. Tradycyjne banki osiągają największą część dochodów z działalności kredytowej. Tym samym biorąc pod uwagę dużą konkurencję i nasycenie rynku obsługi dużych przedsiębiorstw, kierują swoją ofertę do sektora MSP. Rola i znaczenie segmentu MSP w gospodarce polskiej jest niezmiernie istotna. Pamiętać należy, że banki, pożyczając swoje pieniądze, ponoszą też ryzyko i będą robiły wszystko, aby się przed nim zabezpieczyć. Dla banku oprócz oczekiwanego zysku w postaci oprocentowania i prowizji najważniejsza jest ochrona własnego kapitału. Każdy bank stara się dowiedzieć jak najwięcej o swoim potencjalnym kliencie i o branży, którą się zajmuje, co często jest uważane przez przedsiębiorcę za biurokrację. Do uzyskania kredytu przedsiębiorca potrzebuje uzyskać pozytywną opinię oceny zdolności kredytowej. Musi również wykazać się bardzo dobrym, czyli wysokim wartościowo i jakościowo zabezpieczeniem uruchomianego finansowania. W ostatnich latach w efekcie rozwoju instytucji finansowych wzrosła dostępność terytorialna do usług bankowych. Zauważalna jest też próba dostosowania produktów bankowych do potrzeb sektora MSP, ze szczególnym uwzględnieniem małych firm.

Oprócz kredytów na potrzeby inwestycyjne i bieżące, banki oferują również alternatywę do kredytu, jak np. leasing, czyli oddanie w użytkowanie maszyn, nieruchomości, samochodów, będących własnością leasingodawcy (banku). Kolejną formą finansowania oferowaną przez banki jest faktoring, polegający na wykupie wierzytelności, wynikających z przyjętych faktur.

Kredyt bankowy, zarówno krótkoterminowy jak i długoterminowy, dla firm dopiero rozwijających się i małych, jest często niedostępny. Firmy te nie mają stabilnego rynku zbytu, kapitałów własnych ani majątku, który mogłyby zabezpieczyć kredyt bankowy. Takim firmom łatwiej jest pozyskać fundusze np. poprzez leasing, który jest jednak droższą formą finansowania.

Dużym utrudnieniem w rozwijaniu przez banki współpracy z MSP, szczególnie zwiększenie dostępności kredytu, jest niewydolność infrastruktury prawnej (m.in. brak procedur szybkiego uzyskiwania zabezpieczeń, ich wyceny i realizacji oraz procesów windykacyjnych), powolność działania sądów, przewlekłe postępowanie administracyjne i niejasne przepisy prawne, stawiające wierzyciela w niekorzystnej sytuacji względem dłużnika, a także niedostateczna informacja o kredytobiorcach.

Jak wynika z badań Banku Światowego odpowiednio rozwinięte otoczenie prawne, które umożliwia bankom szybkie i efektywne egzekwowanie warunków umów, nie tylko zwiększa ich bezpieczeństwo, ale również bezpośrednio wpływa na wzrost sektora MSP.

Firmy z sektora MSP deklarują duże zainteresowanie kredytem. Banki odrzucają jednak wiele wniosków kredytowych, podając jako powód niską wiarygodność kredytową wnioskodawców, na którą wskazuje udział kredytów zagrożonych w ogólnym zadłużeniu omawianego sektora. Podwyższone ryzyko, związane z finansowaniem małych i średnich przedsiębiorstw, wynika ze specyficznych cech tego sektora m.in. braku lub krótkiej historii firmy utrudniającej ocenę jej zdolności kredytowej, okresu istnienia, formy prawnej, a co za tym idzie – braku pełnej sprawozdawczości finansowej, skromnych aktywów trwałych, które mogłoby posłużyć za zabezpieczenie kredytu.

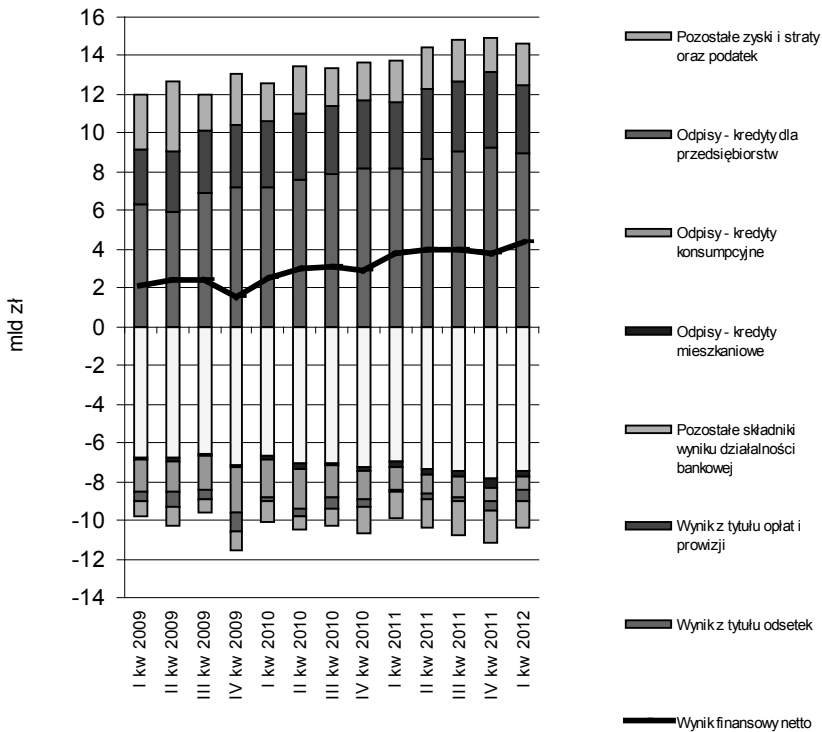
Zgodnie z ustawą Prawo bankowe działalność kredytową mogą prowadzić poza bankami także m.in. niebankowe instytucje, np. spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe (SKOK), udzielając kredytów i pożyczek swoim członkom, działające w formie spółdzielni o charakterze organizacji non-profit. Działalność kredytowa banków stanowi największą pozycję aktywów niemal wszystkich banków, są one również najistotniejszym źródłem zysku.

Najbardziej istotne znaczenie mają w gospodarce stosunki kredytowe i rozliczenia, które powstają w związku z działalnością gospodarczą. Są one głównie związane z finansowaniem przedsiębiorców przez banki, koncentracją w bankach środków finansowych, dokonywaniem przez bank wszelkich rozliczeń pomiędzy przedsiębiorcami, lokowaniem wolnych środków w bankach oraz innymi operacjami finansowymi.

Z analizy stabilności sektora bankowego dokonanej przez Narodowy Bank Polski wynika, że większość wyniku działalności bankowej¹⁰ pochodziła z tradycyjnych operacji polegających przede wszystkim na pośredniczeniu między deponentami a kredytobiorcami oraz na obsłudze płatności.

¹⁰ Źródło: NBP, *Raport o stabilności systemu finansowego*. Lipiec 2012 r.

Wykres 1. Źródła i rozdysponowanie wyniku działalności bankowej.



Źródło: NBP, Raport o stabilności systemu finansowego. Lipiec 2012 r. s. 35.

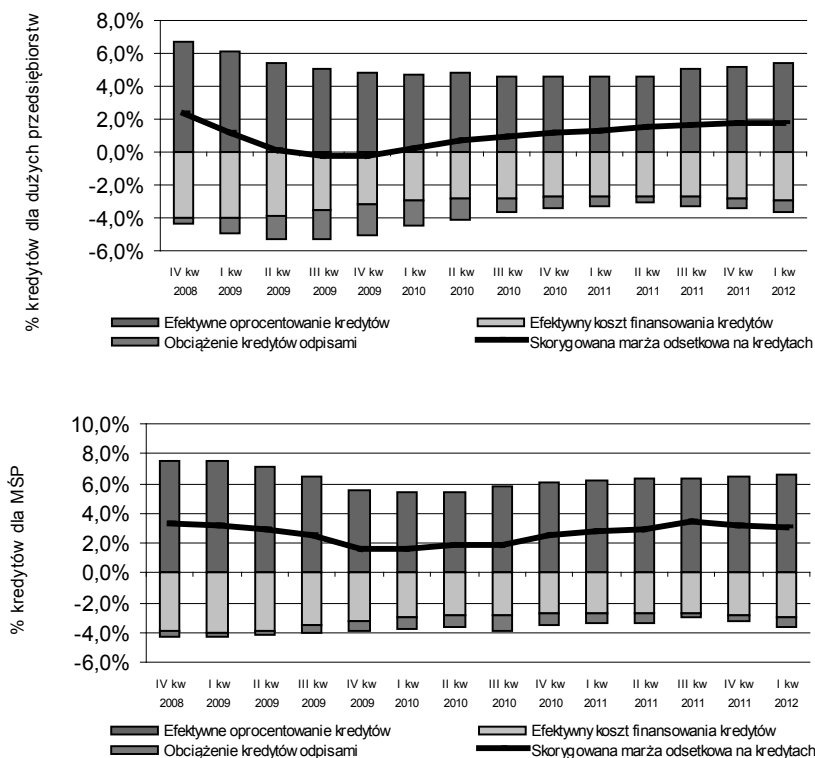
Udział wyniku odsetkowego w wyniku działalności bankowej (na koniec I kwartału 2012 roku) był wysoki i wyniósł 61,3%¹¹. Drugim, co do ważności źródłem wyniku działalności były opłaty i prowizje, związane przede wszystkim z operacjami z sektorem niefinansowym: udzielaniem kredytów oraz obsługą kart płatniczych i rachunków bankowych. Obrót papierami wartościowymi miał tradycyjnie niewielkie znaczenie jako źródło wyników banków.

W analizowanym okresie utrzymywało się silne zróżnicowanie szacunkowej zyskowności poszczególnych produktów. Najbardziej zyskowym produktem były kredyty konsumpcyjne, a ich zyskowność zwiększała się na skutek malejącego obciążenia kosztami realizacji ryzyka kredytowego. Zyskowność kredytów mieszkaniowych była stabilna, lecz pozostawała na relatywnie niskim poziomie.

¹¹ NBP, Raport o stabilności systemu finansowego. Lipiec 2012 r. (zob. Tabela 3.1. Wybrane wskaźniki operacyjne sektora bankowego), s. 34.

Warto przy tym wskazać, że zgodnie z tymi szacunkami około jedna piąta banków realizuje straty na kredytach mieszkaniowych¹². W przypadku kredytów dla przedsiębiorstw (szczególnie kredytów dla MSP¹³) zwiększyło się obciążenie odpisami z tytułu utraty wartości, co doprowadziło do spadku zyskowności tych produktów. Mimo to kredyty dla MSP pozostawały dla banków bardziej zyskownym produktem niż kredyty dla dużych przedsiębiorstw¹⁴ (ilustrują to wykresy 2 - 4).

Wykres 2. Szacunkowa zyskowność kredytów dla dużych przedsiębiorstw (górny panel) i kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw (dolny panel).



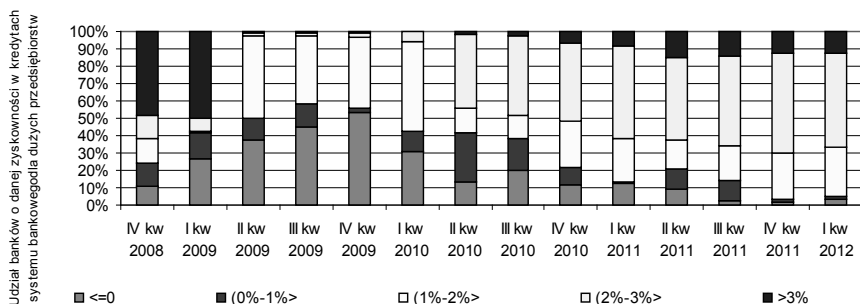
Źródło: NBP, *Raport o stabilności systemu finansowego*. Lipiec 2012 r. s. 37.

¹² Należy tu jednak pamiętać, że szacunki zyskowności kredytów mieszkaniowych mogą nie obejmować pewnych przychodów uzyskiwanych przez bank na tym produkcie, np. z tytułu cross-sellingu czy spreadu walutowego w przypadku kredytów walutowych.

¹³ W rozdziale 3 *Raportu o stabilności systemu finansowego* duże przedsiębiorstwa są zdefiniowane przez NBP jako zatrudniające, co najmniej 250 osób, a MSP – mniej niż 250 osób.

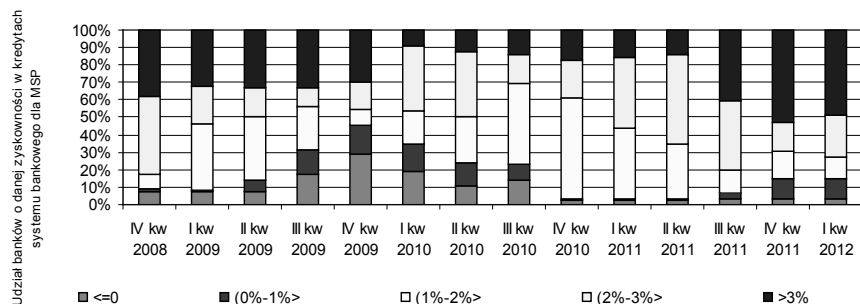
¹⁴ Analiza nie uwzględnia kosztów operacyjnych związanych z udzieleniem i obsługą kredytów.

Wykres 3. Udział banków o danej szacunkowej zyskowności kredytów w udziale-
nionych przez system bankowy kredytach dla dużych przedsiębiorstw.



Źródło: NBP, *Raport o stabilności systemu finansowego*. Lipiec 2012 r. s. 37.

Wykres 4. Udział banków o danej zyskowności w kredytach systemu bankowe-
go dla MSP.



Źródło: NBP, *Raport o stabilności systemu finansowego*. Lipiec 2012 r. s. 37.

Należy zaznaczyć, że głównym źródłem finansowania działalności MSP pozostaje finansowanie wewnętrzne (kapitały własne), lecz w finansowaniu zewnętrznym najważniejszym pozostaje nadal kredyt bankowy. Udział pożyczek i kredytów wzrasta z rozwojem firmy, aż do osiągnięcia skali działania, która umożliwi skorzystanie z alternatywnych instrumentów finansowania. Badania bilansów przedsiębiorstw wykazują, że poziom kredytowania firm małych i średnich pozostaje na poziomie wyższym niż firm dużych oraz znacznie wyższym niż grupy mikroprzedsiębiorstw i przedsiębiorstw we wczesnym stadium rozwoju.

Kredyt handlowy. Małe i średnie przedsiębiorstwa odgrywają w polskiej gospodarce znaczącą rolę zarówno pod względem liczby podmiotów aktywnych, udziału w tworzeniu PKB, liczby zatrudnionych pracowników jak i udziału w kreowaniu wzrostu gospodarczego. Jednak wyniki badań przeprowadzonych w tym sektorze wskazują na liczne bariery ich rozwoju, w szczególności na istnienie od wielu lat problemu zatorów płatniczych.

Udzielenie kredytu handlowego polegającego na sprzedaży towarów lub usług z odroczonym terminem płatności, stanowi jedną z podstawowych form rozliczeń między kontrahentami, jednak kredytowanie odbiorców zwiększa ryzyko działalności gospodarczej a wydłużone terminy płatności powodują utrudnienia w realizowaniu własnych zobowiązań przez dostawców. Rzeczywistość gospodarcza wskazuje, że w polskich warunkach problem wzrostu ryzyka w obrocie handlowym jest bardzo istotny. Jedną z głównych przyczyn upadłości polskich przedsiębiorstw jest utrata płynności finansowej spowodowana opóźnionym regulowaniem należności przez odbiorców oraz stratami ponoszonymi na skutek ich niewypłacalności. Udzielenie i zaciągnięcie kredytu handlowego stało się, zatem ważnym elementem bieżącej działalności przedsiębiorstw i ich płynności finansowej a sytuacja rynkowa w Polsce w znaczny sposób podniosła rangę sprawnego zarządzania kredytem handlowym.

Wzrastający poziom konkurencji zmusza podmioty z sektora MSP zajmujące się produkcją, dostarczaniem usług czy też handlem, do zabiegania o klienta przez udzielenie kredytu handlowego na dogodnych warunkach a tym samym wydłużenie terminu zapłaty.

Kredyt handlowy jest szczególnie istotny dla funkcjonowania małych i średnich przedsiębiorstw, dla których odgrywa podwójną rolę: jest zarówno jednym z głównych źródeł finansowania krótkoterminowego, jak i narzędziem w konkurowaniu z innymi podmiotami gospodarczymi.

Leasing jest specyficzną formą finansowania działalności inwestycyjnej polegającą na korzystaniu przez przedsiębiorstwo rzeczowych składników majątku trwałego, w zamian za okresowe (z reguły miesięczne) opłaty¹⁵. Umożliwia on użytkowanie dóbr inwestycyjnych bez konieczności nabywania ich na własność, co jest ważne szczególnie dla jednostek nowo powstałych oraz nieposiadających odpowiedniego kapitału.

Istnieją dwa podstawowe rodzaje leasingu: leasing operacyjny, będący umową podobną do dzierżawy oraz leasing finansowy, w swojej istocie zbliżony do kredytu. Leasing jest jedną z form finansowania inwestycji, która polega na uzyskaniu środków inwestycyjnych w zamian za ustalony czynsz (raty leasingowe), bez konieczności ich bezpośredniego zakupu. Zastosowanie leasingu ogranicza się do zakupów inwestycyjnych, ponieważ nie jest on możliwy dla sfinansowania potrzeb obrotowych oraz dla dóbr o niskiej wartości. Z badań przeprowadzonych przez BPS Consultants Poland wynika, że w sektorze MSP 14% inwestycji było finansowanych przy pomocy leasingu. Badania wskazały na następujące korzyści płynące z korzystania z tego instrumentu finansowego:

- korzyści bankowe,
- korzystne warunki ekonomiczne,
- ograniczone formalności,

¹⁵ J. Grzywacz, *Kapitał...*, op. cit., s. 35-36.

- szybkość realizacji,
- brak wymogów posiadania wysokich zabezpieczeń,
- pozabilansowy charakter finansowania.

Leasing jest uznawany za alternatywę kredytu inwestycyjnego. Wyższa cena leasingu wynika z faktu, że większość działających firm leasingowych refinansuje się w bankach komercyjnych. Dostęp do leasingu jest droższy od kredytu, jednak w oczach klienta jest on dość atrakcyjny. Świadczą o tym następujące cechy:

- łagodniejsze procedury oceny klienta, łatwość przyznawania leasingu w przeciwieństwie do skomplikowanych procedur kredytów,
- przedmiot leasingu stanowi zabezpieczenie,
- przedmiot leasingu zarabia na sobie zaraz od momentu jego pozyskania,
- możliwość szybkiego dostępu do najnowszej technologii.

Rozwój w Polsce nowoczesnych instrumentów pozyskania kapitału ma swoje podłoże we wzroście konkurencji oraz w dynamicznym rozwoju stosunków handlowych, z czym bezpośrednio wiąże się obrót wierzytelnościami. Jak dowodzi praktyka, z każdą wierzytelnością wiąże się ryzyko ekonomiczne i dotyczy ono:

- sytuacji gospodarczej państwa, rezultatów polityki pieniężnej, inflacji, itd.
- sytuacji w danej branży (ryzyko makroekonomiczne),
- sytuacji samego przedsiębiorstwa (wewnątrzekonomiczne)¹⁶.

Faktoring należy do krótkoterminowych źródeł finansowania przedsiębiorstwa, poprzez co stwarza szansę dla rozwoju gospodarki. Najczęściej stosowane w praktyce jest określenie, że operacja faktoring, to przeniesienie wierzytelności handlowych wierzyciela na faktora. Faktorowanie traktuje się tu jako ściąganie należności, finansowanie wierzyciela i przyjęcie ryzyka. Jest to alternatywna forma finansowania przedsiębiorstw, odczuwających chwilowy brak kapitału. Ta forma finansowania jest kolejną szansą dla małych i średnich przedsiębiorstw, dla których pozyskanie kredytu bankowego jest często niemożliwe. Faktoring jest źródłem finansowania dostępnym w jednakowym stopniu dla wszystkich grup przedsiębiorstw, niezależnie od ich wielkości.

Do głównych motywów zawierania umów faktoringowych zalicza się:

- potrzebę finansowania bieżącej działalności,
- konieczność zabezpieczenia się przed opóźnieniem płatności należnych od kontrahentów,
- trudności z uzyskaniem kredytu, wynikające z wysokiego zadłużenia lub braku odpowiednich zabezpieczeń prawnych.

¹⁶ J. Grzywacz, *Faktoring*, Difin, Warszawa 2001, s. 57-59.

W Polsce niewiele jest niezależnych specjalistycznych podmiotów faktoringowych, ale coraz więcej banków angażuje się w tego rodzaju działalność. Jest to jedna z form finansowania należności od odbiorców. Nie można jej jednak zaliczyć do kredytów, ponieważ umowa faktoringowa nie powoduje powstania zobowiązania, lecz tylko przeniesienie stwierdzonej fakturą należności korzystającej z faktoring firmy na rzecz banku lub innej wyspecjalizowanej firmy zwanej faktorem. Wynagrodzeniem faktora jest pobierane z góry oprocentowanie w formie dyskonta, zależnie od terminu płatności (zazwyczaj 60 dni).

Franczyza¹⁷ jest to forma finansowania zewnętrznego kapitału obcego. Stanowi sposób uzyskania dostępu przez podmioty niedokapitalizowane za pomocą uzyskania zezwolenia na udział w działalności przedsiębiorstwa o uznanej renomie. Współpraca opiera się na umowie, na podstawie, której franczyznobiorca uzyskuje prawo do utworzenia i prowadzenia przedsiębiorstwa zgodnego z ideą, sposobem zarządzania, korzystając z doświadczenia jak i sprzętu oraz pod znakiem firmowym franczyzodawcy w zamian za odpowiednią opłatę. Celem umowy franczyzny jest włączenie do sieci nowej jednostki. Podstawową zaletą franczyzy jest utworzenie firmy z pomocą mniejszych środków finansowych i skorzystanie z doświadczenia i renomy innego podmiotu. Do wad należy zaliczyć ograniczenie prawa własności franczyzanta i wysokości opłat franczyzowych. Franczyzobiorca płaci okresowe opłaty za udzielenie zezwolenia i korzystanie z przedmiotu franczyzy. Istnieje ryzyko, że opłaty franczyzowe będą zbyt wysokie, a rynek na dane produkty zbyt mały i w efekcie działalność ta przyniesie straty. Zaletą tej formy finansowania jest możliwość bezkapitałowego lub ograniczonego kapitałowo rozwoju na rynku, przy zmniejszonym ryzyku biznesowym.

Franczyza może również pomagać w ograniczeniu bezrobocia. Daje ona dostęp do opracowanego i sprawdzonego konw-how oraz koncepcji prowadzenia biznesu. Często organizator sieci franczyzowej zapewnia stałe szkolenia i pomoc w prowadzeniu działalności¹⁸. Małe i średnie przedsiębiorstwa, którym często brakuje znacznych kapitałów na uruchomienie działalności, stara się o zezwolenie na eksploatację przedmiotu franczyzodawcy. Znalezienie właściwego momentu wejścia na rynek, własnych środków pieniężnych do założenia własnej firmy przez franczyzobiorcę, zrozumienie istoty i zakresu franczyzy to wymagania sukcesu we franczyzie.

Emisje akcji i obligacji, czy zaciąganie kredytów bankowych jest sposobem finansowania przeznaczonym dla odpowiednio dużych jednostek, które osiągnęły już poziom rozwoju pozwalający im na zastosowanie takich sposobów pozyskiwania kapitału. Jedną z naj-

¹⁷ L. Stecki, *Franchising*. Wydawnictwo Dom Organizator TONIK, Toruń 2000, s. 27.

¹⁸ P. Szczepankowski, *Finansowanie działalności gospodarczej...*, op. cit., s. 114.

poważniejszych barier, przed którą stoją przedsiębiorstwa, w szczególności zaliczane do MSP, także i przedsiębiorstwa większe, stojące przed koniecznością przeprowadzenia zmian w profilu prowadzonej działalności, jest niedostateczny zasób środków finansowych. Z różnych powodów, znajdujących się tak po stronie samego przedsiębiorstwa, jak i po stronie dawców kapitału, zasób dostępnych źródeł finansowania może okazać się niewystarczający lub też niewystarczający dla potrzeb tych przedsiębiorstw może być zasób dostępnych w danym momencie środków. Kapitał podwyższonego ryzyka – a więc finansowania typu venture capital/private equity (VC/PE) może stanowić jedną z odpowiedzi na powyższy problem. Należy zwrócić uwagę, że venture capital nie jest pożyczką ani kredytem, za który należy płacić odsetki i prowizje oraz przedstawić dodatkowe zabezpieczenia w postaci hipoteki, zastawu itp. Venture capital nie ma nic wspólnego z leasingiem, franczyzną i kredytem kupieckim, nie jest również darowizną czy dotacją.

Private equity jest istotnym źródłem rozwoju ekonomicznego, kreowania bogactwa, miejsc prac i innowacji. Ta forma inwestowania przyczynia się do zniesienia luki kapitałowej małych i średnich przedsiębiorstw innowacyjnych, które dzięki wsparciu private equity rozwijają się intensywniej. Szybciej też rośnie wartość tych spółek w porównaniu do firm niekorzystających z tego rodzaju finansowania. Private equity generuje powstanie nowych miejsc pracy oraz zyski dla przedsiębiorstwa, wywiera też wpływ na pobudzanie innowacyjności.

Ze względu na odmienność podejścia do oceny opłacalności projektów, zainteresować się nim mogą przedsiębiorstwa, dla których bardziej tradycyjne źródła finansowania, jak kredyt bankowy (ze względu na zbyt małą skalę prowadzonej przez nie działalności), są niedostępne. Z drugiej jednak strony, sposób oceny projektów przez fundusze venture capital i private equity, a także wymagania stawiane im przez inwestorów powoduje, że tylko nieliczne przedsięwzięcia pozyskują kapitał z tego źródła. Z punktu widzenia polskiego rynku finansowego venture capital i private equity mają jeszcze jedną, niezmiennie interesującą cechę. Mianowicie, mogą stanowić przedmiot długoterminowych i opłacalnych inwestycji, tym bardziej wartościowych, że pomiędzy ryzykiem i stopami zwrotu z tego typu inwestycji nie występuje duża korelacja z inwestycjami klasycznymi (jak np. akcje), co z kolei pozwala na zwiększenie dywersyfikacji i zmniejszenie ryzyka portfela inwestycyjnego.

W cyklu życia funduszy private equity/venture capital można wyróżnić cztery zasadnicze etapy:

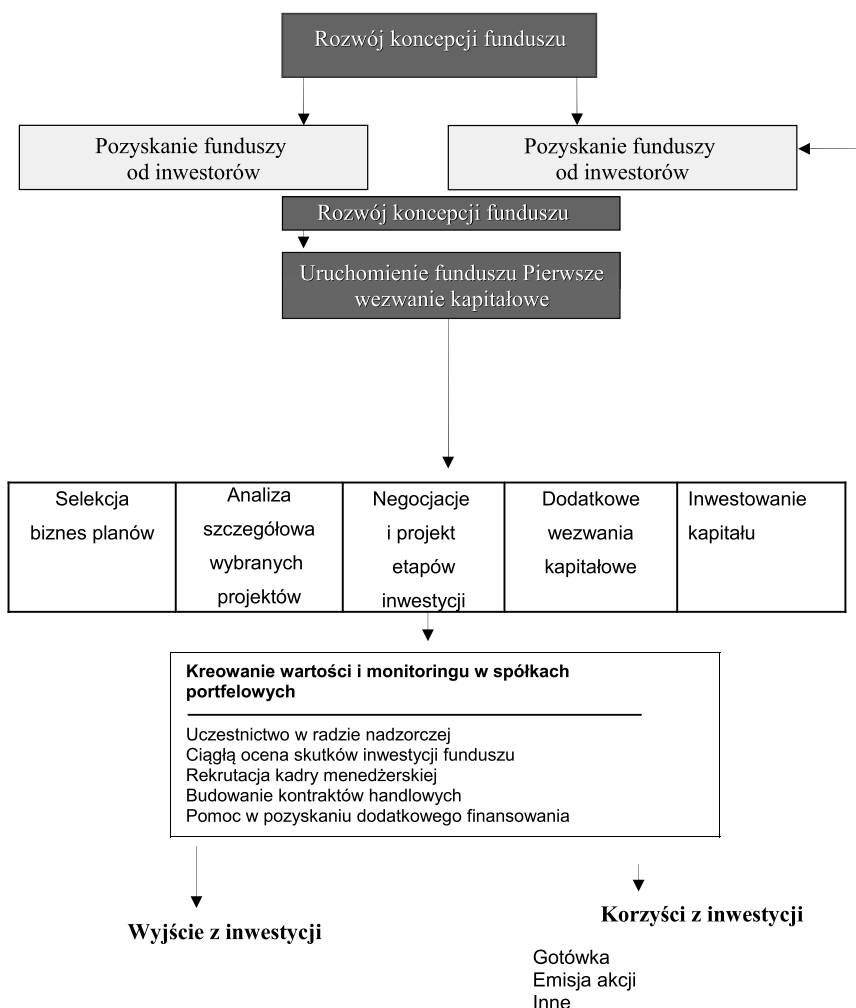
1. Akwizycja kapitału od inwestorów, prowadzona równoległe z procesem wyszukiwania atrakcyjnych celów inwestycyjnych;
2. Uruchomienie funduszy (wybór biznes planów, analiza po-

tencjalnych inwestycji, negocjacje i strukturyzowanie inwestycji, ewentualnie dodatkowe wezwania kapitałowe od inwestorów, inwestowanie zgromadzonego kapitału);

3. „Prowadzenie” inwestycji – budowanie wartości spółek portfelowych;
4. Wyjście z inwestycji¹⁹.

Szczegółowy cykl życia funduszu venture capital/private equity ilustruje rysunek nr 2.

Rysunek 2. Cykl życia funduszu venture capital/private equity



Źródło: M. Panfil, *Fundusze Private equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa 2005, s. 86.

¹⁹ M. Panfil, *Fundusze Private Equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa 2005, s. 85.

Inwestycje private equity polegają na inwestowaniu w kapitał spółek nienotowanych na rynku publicznym. Dostarczycielami kapitału są w tej sytuacji głównie fundusze inwestycyjne, a właściwie fundusze private equity. Wyjścia z inwestycji dokonuje się po 5-7 latach poprzez wprowadzenie przedsiębiorstwa finansowanego na rynek publiczny, jego sprzedaż kolejnemu właścicielowi lub fuzję z innym przedsiębiorstwem, bądź też dekapitalizację.

Ważnym elementem, negocjowanym już na samym początku współpracy pomiędzy przedsiębiorcą a funduszem private equity, jest przewidywany sposób wyjścia z inwestycji. Fundusz pragnie zrealizować zysk w najodpowiedniejszym momencie, dlatego też określenie terminu wyjścia nie polega na podaniu konkretnej daty, tylko następuje w momencie osiągnięcia określonych efektów ekonomicznych. Strategia wyjścia (najkorzystniejsza dla obydwu stron) powinna być określona jeszcze przed zaangażowaniem środków finansowych, choć dotyczy ostatniego etapu cyklu inwestycyjnego. Istnieje wiele rodzajów wyjść z inwestycji, które z różną częstotliwością na przestrzeni ostatnich lat obserwować można na rynku inwestycji private equity.

Wprowadzenie do przedsiębiorstwa tych funduszy związane jest z wieloma korzyściami, których firma nie osiągnęłaby samodzielnie. Do głównych z nich należą²⁰:

- długoterminowy charakter inwestycji,
- partnerstwo inwestora private equity i przedsiębiorcy,
- krytyczne spojrzenie właścicieli na swoją firmę,
- możliwości reinwestowania zysków,
- możliwości realizacji nietypowych i ryzykownych przedsięwzięć,
- poprawa bilansu przedsiębiorstwa,
- współtworzenie przez inwestora strategii rozwoju przedsiębiorstwa,
- dostarczenie przez inwestora private equity sieci kontaktów biznesowych.

Wydaje się, iż ta forma finansowania może mieć niebagatelny wpływ na rozwój gospodarczy danego kraju. Niemniej, bez współdziałania ze strony sektora publicznego, jej potencjał może być nie wypełni wykorzystany. Dopiero duża dostępność atrakcyjnych projektów inwestycyjnych (a zatem duża „głębokość” strony popytowej rynku venture capital i private equity) oraz odpowiednia aktywizacja źródeł kapitału – strony podażowej, umożliwi efektywne wykorzystanie tego segmentu rynku kapitałowego.

²⁰ K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture Capital*, Wydawnictwo Key Test, Warszawa 2004, s. 16.

Podsumowanie

W obecnej dobie przedsiębiorstwa mają do dyspozycji bardzo wiele możliwości finansowania prowadzonej działalności gospodarczej. Tradycyjnie do form finansowania należą m.in. emisje akcji, obligacji czy papierów komercyjnych, leasing, faktoring, kredyt handlowy (kupiecki), kredyty bankowe i pożyczki pieniężne, a także formy takie jak private equity, czy kapitał wysokiego ryzyka (*venture capital*). Wybór, który mają przedsiębiorstwa, jest bardzo szeroki. Naturalnie, nie wszystkie formy finansowania są odpowiednie dla każdego przedsiębiorstwa. Dokonując wyboru źródeł finansowania należy wziąć pod uwagę szereg czynników definiujących, które sposoby pozyskania kapitału są dla przedsiębiorstwa w danym momencie najbardziej odpowiednie i komponują się ze sobą tak, by tworzyły jak najkorzystniejszą strukturę kapitału.

Bibliografia:

1. Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wyd. naukowe PWN Warszawa 2001.
2. Enz T., Ravara C., *Mezzanine Finance – A Hybrid Instrument with a Future, Economic Briefing no.42*, Credit Suisse, Zurich, 2006.
3. Grzywacz J., *Faktoring*, Difin, Warszawa 2001.
4. Grzywacz J., *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Szkoła Główna Handlowa – Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2012.
5. Ickiewicz J., *Pozyskanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwie*, Szkoła Główna Handlowa – Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2004.
6. NBP, *Raport o stabilności systemu finansowego*, Lipiec 2012 r.
7. Panfil M., *Fundusze Private equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa 2005
8. Skowronek–Mielczanek A., *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*. Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2005.
9. Skowronek–Mielczanek A., *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*. Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2005.
10. Sobańska K., Sieradzan P., *Investycje private equity/venture Capital*, Wydawnictwo Key Test, Warszawa 2004.
11. Stecki L., *Franchising*. Wydawnictwo Dom Organizator TONiK, Toruń 2000.

TRADITIONAL AND ALTERNATIVE FINANCING OPTIONS FOR SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES

Key words: alternative financing options, sector SME

Summary

Small and medium-sized enterprises in the Polish economy play a significant role both in terms of the number of active entities, the share in GDP, number of employees and participation in the creation of economic growth. However, the results of study in this sec-

tor indicate the number of barriers to their development, in particular in the problem of payment gridlock, existing for many years. All companies need funding, regardless of their size, location or scope of activities. Funding comes in many shapes and sizes, depending on the needs and capabilities of the funded company and the approved funding strategy.

Committed capital is a necessary mechanism for the operation of any enterprise, because without it its development is not possible. In the subject literature there are many divisions of potential sources of companies financing, based on various criteria, among which the following are worth mentioning: *the ownership of capital, the source of capital, time of having certain capital at one's disposal, and funding target*. The criterion source of capital distinguishes *the equity capital and third party capital*. Every company has assets (current assets and fixed assets) necessary to conduct operations. To finance the necessary assets, the company must obtain adequate capital. By capital we mean funds (financial resources) assigned to the company by its owners²¹. In most companies equity is the main source of funding. Third party capital, however, is made available to the company for a specified period, after which it should be returned.

In the current era the enterprises have at their disposal a number of possibilities for financing their business. Traditionally, the forms of financing include: *issue of shares, bonds or commercial papers, leasing, factoring, franchising, trade credit (merchant's) bank loans and cash loans*, as well as forms such as *private equity* or *venture capital*. The choice the enterprise has is very wide. Of course, not all forms of funding are appropriate for each company. The selection of sources of funding should take into account a number of factors that define which methods of raising capital are at the moment most appropriate for the company and blend together so as to form the most favorable capital structure. The use of appropriate tools and solutions allows operators to reduce the risk, thus affecting the achievement of its goals of maximizing the value and growth of the enterprise.

²¹ A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wyd. naukowe PWN Warszawa 2001, s.12.