

Jerzy Różański, Dorota Starzyńska

Uniwersytet Łódzki

ŹRÓDŁA FINANSOWANIA PRZEDSIĘBIORSTW Z UDZIAŁEM KAPITAŁU ZAGRANICZNEGO W REGIONIE ŁÓDZKIM

1. Wstęp

Proporcje, w jakich występują poszczególne źródła finansowania działalności bieżącej i rozwojowej przedsiębiorstwa (a więc jego struktura kapitałowa), wpływają na kształtowanie się średnioważonego kosztu kapitału, którego zmniejszenie jest zawsze korzystne dla przedsiębiorstwa. Dobór źródeł finansowania przedsiębiorstw ma również duże znaczenie ze względu na inne cechy, którymi charakteryzować się mogą poszczególne źródła finansowania przedsiębiorstwa, a więc:

- ich dostępność,
- łatwe procedury związane z pozyskaniem danego źródła finansowania – nieuciążliwe warunki stawiane przez pożyczkodawcę,
- szybkość pozyskania źródeł finansowania,
- możliwość długotrwałego finansowania,
- możliwość pozyskania dużej kwoty finansowania itp.

Ponadto przedsiębiorstwa są najczęściej zainteresowane takim kształtowaniem struktury kapitału, które nie uzależnia ich nadmiernie od jednego źródła pozyskania kapitału.

W szczególnej sytuacji znajdują się przedsiębiorstwa, które umiędzynarodowiły swoją działalność. Mają one więcej możliwości wykorzystania zróżnicowanych źródeł finansowania niż przedsiębiorstwa *stricte* narodowe. Międzynarodowy charakter działalności tych przedsiębiorstw daje im możliwość korzystania z następujących źródeł finansowania:

- 1) kraju macierzystego (lokalizacji spółki-matki),
- 2) kraju goszczącego (lokalizacji inwestycji zagranicznej),
- 3) krajów trzecich,
- 4) międzynarodowych rynków finansowych.

Celem artykułu jest określenie podstawowych źródeł finansowania przedsiębiorstw z udziałem kapitału zagranicznego działających w Polsce. Ze względu na znaczną skalę badań ankietowych ograniczono się do przedsiębiorstw działających w regionie łódzkim (w granicach administracyjnych regionu łódzkiego). Celem badania jest ustalenie, na ile teoretyczne konstrukcje odnoszące się do sposobu finansowania przedsiębiorstw zagranicznych znajdują swoje odzwierciedlenie w przedsiębiorstwach z udziałem kapitału zagranicznego zlokalizowanych w Polsce i działających w polskich realiach gospodarczych.

2. Inwestycje zagraniczne i ich finansowanie

Finansowanie bezpośrednich inwestycji zagranicznych (gdy stosujemy zawężającą definicję, ograniczając je do inwestycji rzeczowych) może być realizowane jako:

- 1) finansowanie powstania inwestycji rzeczowej za granicą (utworzenia filii),
- 2) finansowanie inwestycji dokonywanych przez już istniejące za granicą filie lub oddziały przedsiębiorstw, które umiędzynarodowiły swoją działalność.

Mówiąc ponadto o finansowaniu inwestycji zagranicznych, należy stwierdzić, że akcent położony jest na system finansowania tych jednostek, które działają poza granicami kraju macierzystego. Warto podkreślić, że finansowanie filii i oddziałów jest pochodną całego systemu finansowego przedsiębiorstwa, które ma wiele filii (najczęściej), o międzynarodowej działalności, tak więc jeśli koncentrujemy się na tych częściach przedsiębiorstwa, które są zlokalizowane za granicą, skala ich samodzielności w zakresie finansowania będzie uzależniona w dużym stopniu od decyzji podejmowanych nie w filii, ale w centrali przedsiębiorstwa.

Źródła finansowania spółki-córki można podzielić w różny sposób, bazując na zróżnicowanych kryteriach klasyfikacji. Jedną z interesujących propozycji podziału podaje A. Duliniec [2007, s. 162], dzieląc finansowanie na:

- wewnętrzne (zysk zatrzymany, amortyzacja, nadwyżki środków finansowych),
- zewnętrzne (w ramach korporacji), pośrednie – jak pożyczki równoległe, fasadowe i gwarantowanie zobowiązań przez spółkę-matkę lub inne spółki-córki, oraz finansowane z zewnątrz korporacji – kapitałem własnym lub zobowiązaniami.

Nieco inną klasyfikację proponuje M. Perlitz [2000, s. 509], proponując podział finansowania na:

1. Finansowanie wewnętrzne (zysk zatrzymany, odpisy amortyzacyjne).
2. Finansowanie zewnętrzne, ale w ramach przedsiębiorstwa międzynarodowego:
 - kapitałem własnym (finansowane przez spółkę-matkę lub przez inne jednostki wewnętrzne),
 - kapitałem obcym (pozyskiwanym przez spółkę-matkę lub spółkę siostrzaną lub też specjalnie do tego celu powołaną w przedsiębiorstwie międzynarodowym spółkę lokacyjną).

3. Finansowanie zewnętrzne, gdy środki finansowe są pozyskiwane poza przedsiębiorstwem międzynarodowym:

- przez lokalny kapitał własny (wejście inwestora zagranicznego w spółkę *joint venture* z lokalnym kapitałem państwowym lub lokalnymi prywatnymi kapitałodawcami),
- wykorzystanie lokalnego kapitału obcego (banków, giełdy),
- wykorzystanie kapitału obcego z innych krajów (kraju pochodzenia spółki-matki, kraju trzeciego lub międzynarodowych rynków finansowych).

Finansowanie realizowane w kraju pochodzenia spółki-matki, kraju trzeciego lub na międzynarodowych rynkach kapitałowych może okazać się bardziej atrakcyjne od własnych wewnątrzkoncernowych lub lokalnych źródeł finansowania. Przedsiębiorstwa międzynarodowe mogą bowiem korzystać z oferty najtańszych rynków kapitałowych, niezależnie od lokalizacji swych własnych zasobów [Caves 1999, s. 140].

Podstawowym atutem finansowania przedsiębiorstw działających w skali międzynarodowej jest mnogość dostępnych źródeł finansowania. Przedsiębiorstwa te mogą elastycznie przesuwac środki finansowe znajdujące się w posiadaniu przedsiębiorstwa – między jego wewnętrzne jednostki, ale również mają najczęściej znacznie łatwiejszy dostęp do źródeł finansowania zewnętrznych – zwłaszcza z międzynarodowych rynków finansowych.

Decyzje dotyczące pozostawienia w spółce-córce wygoszodarowanego zysku lub przetransferowania go do spółki-matki są uzależnione od tego, czy:

- 1) wypracowane zyski mogą być reinwestowane korzystniej w kraju inwestowania czy też w kraju siedziby spółki-matki bądź też jeszcze w innych krajach,
- 2) czy restrykcje ograniczające możliwość transferu zysku wprowadziło państwo, w którym działa inwestor zagraniczny,
- 3) czy występują w kraju goszczącym restrykcje ograniczające zyskowność działalności przedsiębiorstwa (nadmierne opodatkowanie, likwidacja ulg podatkowych itp.).

Postępowanie przedsiębiorstwa międzynarodowego – polegające na całkowitym transferze (100%) zysku osiągniętego w filii (spółce-córce) do centrali, bez prowadzenia jakiegokolwiek rachunku opłacalności reinwestowanych zysków – można traktować jako nielogiczne i szkodzące przedsiębiorstwu.

Perlitz nie zwraca uwagi na inne jeszcze możliwości finansowania wewnętrznego, jak chociażby finansowanie z dezinvestycji, a więc wyprzedaż posiadanego majątku trwałego. Strategiczny dla przedsiębiorstwa charakter decyzji dezinvestycyjnych pojawiają się w pracach wielu autorów [Gehrke 1995, s. 17]. Przedsiębiorstwa międzynarodowe zwracają szczególną uwagę na uwalnianie środków finansowych zamrożonych w tych składnikach majątku trwałego, które już nie są potrzebne przedsiębiorstwu.

Ulokowana w kraju goszczącym spółka-córka chętnie tworzy spółki z lokalnymi kapitałodawcami (kapitałem państwowym lub prywatnym). Przyciągnięcie kapita-

łu lokalnego pozwala wykorzystać możliwości, jakie stwarza w kraju goszczącym związanie się z lokalnym przedsiębiorstwem, nawet biorąc pod uwagę fakt, że spółka reprezentująca kapitał zagraniczny musi się wtedy podzielić władzą z lokalną firmą w nowo tworzonej wspólnej jednostce.

Korzystne dla spółki-córki może też okazać się pozyskanie środków pieniężnych z lokalnego rynku kapitałowego. Koszt kapitału może być niższy, kapitał łatwiej dostępny, okresy spłaty mogą okazać się dłuższe, spółka-córka unika też ryzyka walutowego i ryzyka związanego z transferem środków finansowych. Korzystanie z lokalnych źródeł finansowania kraju goszczącego powoduje lepsze „osadzenie” inwestora zagranicznego w tym kraju, zacieśnia więzy łączące inwestora z innymi uczestnikami życia gospodarczego, ułatwia jego przyszłą działalność.

Z kolei międzynarodowe rynki finansowe są również dogodnym źródłem pozyskania kapitału. Przedsiębiorstwa międzynarodowe mają często wysoki rating i spełniają dość surowe warunki związane z pozyskaniem środków finansowych na tych rynkach.

3. Charakterystyka objętych badaniem przedsiębiorstw

Celem prowadzonych badań jest określenie źródeł finansowania inwestycji zagranicznych realizowanych w kraju goszczącym na przykładzie przedsiębiorstw z udziałem kapitału zagranicznego zlokalizowanych w regionie łódzkim. W pierwszym etapie badania ograniczono się do przedsiębiorstw działających w sekcji D – przetwórstwo przemysłowe. Głównym kryterium doboru jednostek do próby było pochodzenie kapitału (kapitał zagraniczny), rodzaj prowadzonej działalności produkcyjnej oraz zgoda na uczestnictwo w badaniu. Operatem losowania była lista przedsiębiorstw produkcyjnych z udziałem kapitału zagranicznego w województwie łódzkim (stan na dzień 31.12.2006 r.). Takich przedsiębiorstw było 732 [*Działalność gospodarcza...* 2007, s. 37], próba losowa zatem, licząca 116 przedsiębiorstw, stanowiła 16% badanej populacji.

Zastosowana metoda doboru próby znajduje swoje konsekwencje w interpretacji uzyskanych rezultatów. Liczebność próby (116 firm) oraz metoda doboru próby świadczą o jej reprezentatywności, a więc wyniki badania mogą być uogólniane na całą populację.

W badaniu zastosowano metodę pogłębionego wywiadu indywidualnego, ponieważ jednostki próby to przedsiębiorstwa reprezentowane przez przedstawicieli wyższego szczebla. Wywiad przeprowadzono przy wykorzystaniu opracowanego kwestionariusza badawczego, po uprzednim przeszkoleniu zespołu ankieterów.

W analizowanych przedsiębiorstwach najliczniejszą grupę zagranicznych właścicieli kapitału stanowiły kraje Unii Europejskiej – ponad 82%. Wśród nich dominował kapitał niemiecki, który został ulokowany w 31 firmach, co stanowiło 26,7% badanych przedsiębiorstw, na drugim miejscu uplasował się kapitał włoski, zainwestowany w 18 przedsiębiorstwach (15,5%). Co do inwestorów zagranicznych spo-

za krajów Unii Europejskiej należy stwierdzić, że w czterech przedsiębiorstwach zainwestowali swój kapitał przedsiębiorcy z Korei Płd. i Stanów Zjednoczonych. Pojawiły się również pojedyncze przypadki inwestorów z byłego ZSRR, tj. z Rosji, Ukrainy i Kazachstanu.

Przedsiębiorstwa biorące udział w badaniu zorganizowane były w formie spółek kapitałowych. Blisko 96% firm to spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, a tylko 4% to spółki akcyjne. Ze strukturą organizacyjną badanych firm ściśle związana jest struktura wartości kapitału zakładowego/akcyjnego ze względu na dominującą liczbę spółek z o.o.; ponad 53% to spółki, których kapitał zakładowy nie przekroczył 500 tys. zł, natomiast przeciętna wartość kapitału zakładowego (mediana) wyniosła 417 tys. zł

Ciekawych obserwacji dostarczyła analiza form wejścia inwestorów zagranicznych do regionu łódzkiego oraz struktura procentowa kapitału zagranicznego w kapitale zakładowym/akcyjnym spółki. Ponad 78% badanych przedsiębiorstw to inwestycje budowane od podstaw (*green field*). Jest to wynik zaskakująco wysoki, lecz pożądany, bo to właśnie tego rodzaju inwestorów najchętniej oczekujemy ze względu na pozytywne efekty bezpośrednie i pośrednie dla kraju/regionu goszczącego.

Tabela 1. Struktura przedsiębiorstw uczestniczących w badaniu ze względu na formę (wejścia) powstania przedsiębiorstw z udziałem kapitału zagranicznego

Wyszczególnienie	Liczba respondentów	Udział procentowy
Jako nowy podmiot gospodarczy budowany od podstaw (<i>green field</i>)	91	78,5
W wyniku przejęcia innego przedsiębiorstwa	18	15,5
Jako spółka dwóch podmiotów polskiego i zagranicznego (<i>joint venture</i>)	7	6,0
Ogółem	116	100,0

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2. Struktura przedsiębiorstw uczestniczących w badaniu ze względu na udział procentowy kapitału zagranicznego w kapitale zakładowym/akcyjnym

Wyszczególnienie	Liczba respondentów	Udział procentowy
Do 50% kapitału zagranicznego	19	16,4
50% : 50%	5	4,3
Od 50% do 99%	26	22,4
100% kapitału zagranicznego	66	56,9
Ogółem	116	100,0

Źródło: opracowanie własne.

Analizując strukturę badanych przedsiębiorstw ze względu na udział procentowy kapitału zagranicznego w kapitale zakładowym/akcyjnym spółek, stwierdzono, że blisko 80% to przedsiębiorstwa zależne, czyli spółki-córki stanowiące zazwyczaj pełną własność podmiotu macierzystego (spółki-matki), większościowo przez niego kontrolowane. Spółki z mniejszościowym udziałem kapitału zagranicznego (poniżej 50% udziału) stanowiły 16,4% badanych jednostek, natomiast rozwiązanie parytetowe (obaj partnerzy posiadają po 50% udziałów) wystąpiło tylko w 4,3% z nich (por. tab. 2).

4. Analiza źródeł finansowania przedsiębiorstw z udziałem kapitału zagranicznego w regionie łódzkim

Ciekawych spostrzeżeń dostarczyła analiza źródeł finansowania wykorzystywanych w tworzeniu przedsiębiorstw z udziałem kapitału zagranicznego zlokalizowanych w regionie łódzkim. Większość badanych spółek zadeklarowała korzystanie z więcej niż jednego źródła finansowania, przy czym dominowały wskazania związane z wykorzystaniem kapitałów własnych. Były to przede wszystkim fundusze *venture capital* – tworzone przez przedsiębiorstwo międzynarodowe dla potrzeb finansowania jednostek zależnych, zysk zatrzymany, wkłady własne udziałowców – zakwalifikowane do pozycji „inne” w zestawieniu, które prezentuje tab. 3. W przypadku 50% respondentów jako jedno z głównych źródeł finansowania powstania

Tabela 3. Struktura badanych przedsiębiorstw ze względu na źródła finansowania wykorzystane przy tworzeniu przedsiębiorstwa (filii) w Polsce

Wyszczególnienie	Udział* procentowy
Kredyt bankowy – z banku kraju macierzystego	24,11
Kredyt bankowy – z banku kraju goszczącego	11,61
Kredyt bankowy – z banku kraju trzeciego	3,57
Fundusze <i>venture capital</i> – własne	50,00
Fundusze <i>venture capital</i> – obce	16,96
Źródła wewnętrzne – w postaci zysku zatrzymanego	7,14
Źródła wewnętrzne – odpisy amortyzacyjne	1,79
Źródła wewnętrzne – sprzedaż niepotrzebnych składników majątku	0,00
Emisja akcji	0,89
Emisja obligacji	0,00
Inne	10,71

* Udziały nie sumują się do 100%, respondenci mogli wskazywać więcej niż jeden wariant odpowiedzi.

Źródło: opracowanie własne.

przedsiębiorstwa wskazano fundusze *venture capital* – własne. W przypadku zaś zewnętrznych źródeł finansowania respondenci najczęściej korzystali z kredytów bankowych, szczególnie pochodzących z banków kraju macierzystego inwestora (24,11%), natomiast 12% badanych przedsiębiorstw skorzystało z kredytu zaciągniętego w bankach funkcjonujących w Polsce. Wystąpił też niewielki odsetek (ok. 4%) firm korzystających z zasobów finansowych banków krajów trzecich. Bliższe 17% badanych spółek skorzystało z obcych funduszy *venture capital*.

W przypadku finansowania bieżących inwestycji dokonywanych przez respondentów zaobserwowano odmienną strukturę źródeł finansowania. Zgodnie z oczekiwaniami najczęściej przedsiębiorstwa realizowały bieżące przedsięwzięcia inwestycyjne za pomocą własnych funduszy, wypracowanych na działalności bieżącej – zysku zatrzymanego (35,65%), odpisów amortyzacyjnych (8,7%) oraz sprzedaży niepotrzebnych składników majątku trwałego (5,22%). Dość duży odsetek, bo ponad 33% przedsiębiorstw, deklarował również wykorzystanie funduszy *venture capital* firmy macierzystej.

Tabela 4. Struktura badanych przedsiębiorstw ze względu na źródła finansowania wykorzystane do realizacji bieżących inwestycji przedsiębiorstwa (filii) w Polsce

Wyszczególnienie	Udział* procentowy
Kredyt bankowy – z banku kraju macierzystego	31,30
Kredyt bankowy – z banku kraju goszczącego	20,87
Kredyt bankowy – z banku kraju trzeciego	0,00
Fundusze <i>venture capital</i> – własne	33,04
Fundusze <i>venture capital</i> – obce	3,48
Źródła wewnętrzne – w postaci zysku zatrzymanego	35,65
Źródła wewnętrzne – odpisy amortyzacyjne	8,70
Źródła wewnętrzne – sprzedaż niepotrzebnych składników majątku	5,22
Emisja akcji	0,00
Emisja obligacji	0,87
Inne	7,83

* Udziały nie sumują się do 100%, respondenci mogli wskazywać więcej niż jeden wariant odpowiedzi.

Źródło: opracowanie własne.

Znaczne różnice ujawniły się także pod względem pozyskania zewnętrznych źródeł finansowania. Ponad 31% przedsiębiorstw, mimo prowadzonej działalności w Polsce, deklarowało korzystanie z kredytów zaciąganych w bankach kraju macierzystego inwestora, natomiast w 21% przypadków finansowanie inwestycji bieżących odbywało się za pośrednictwem kredytów bankowych przyznawanych w kraju

lokaty inwestycji. Finansowanie bieżących inwestycji realizowanych przez inwestorów zagranicznych zlokalizowanych w regionie łódzkim z kredytów banków kraju macierzystego może wiązać się ze stosunkowo wysokimi stopami procentowymi oraz dość skomplikowanymi procedurami towarzyszącymi pozyskaniu kapitału w Polsce.

Aby wyjaśnić przyczyny wykorzystania przez badane spółki z udziałem kapitału zagranicznego takich struktur finansowania, gdzie dominują nowoczesne źródła finansowania w postaci funduszy *venture capital*, podjęto próbę ustalenia pewnych zależności, korzystając ze współczynnika korelacji C-Pearsona, dodatkowo weryfikując hipotezę o istotności statystycznej tych zależności.

Wśród dokonanych prób poszukiwania związków korelacyjnych na uwagę zasługuje istnienie silnej zależności ($C = 0,72$) pomiędzy formą powstania przedsiębiorstwa a źródłami finansowania. Im bardziej zaawansowana forma wejścia i działalności, tym bardziej widoczne jest wykorzystanie nowoczesnego źródła finansowania, jakim są fundusze *venture capital*. Te źródła finansowania w postaci *venture capital* własnych i obcych występują najczęściej w przypadku inwestycji budowanych od podstaw (*green field*). Inwestorzy ci równie chętnie korzystali z kredytów bankowych pochodzących z kraju macierzystego inwestora. W przypadku przejęć i wspólnych przedsięwzięć kapitału zagranicznego i polskiego (*joint venture*) występuje dość duże zróżnicowanie w przypadku zarówno zewnętrznych, jak i wewnętrznych źródeł pozyskania kapitału.

Podobne spostrzeżenia płyną z badania zależności pomiędzy procentowym udziałem kapitału zagranicznego w kapitale zakładowym/akcyjnym a źródłami finansowania wykorzystanymi przy tworzeniu przedsiębiorstw ($C = 0,56$). Najszerze wykorzystanie funduszy *venture capital* zidentyfikowano w przypadku przedsiębiorstw ze 100-procentowym udziałem kapitału zagranicznego lub z dominującym udziałem kapitału zagranicznego. W pozostałej grupie przedsiębiorstw – z mniejszościowym udziałem kapitału zagranicznego – widoczne jest szerokie wykorzystanie różnorodnych źródeł finansowania.

Objętościowe wymagania artykułu nie pozwoliły na zaprezentowanie wszystkich opracowanych wyników badania i analiz zaobserwowanych w grupie respondentów. Zatem przedstawione rezultaty mają charakter cząstkowy i są wybranym fragmentem szeroko zakrojonych badań dotyczących funkcjonowania przedsiębiorstw z udziałem kapitału zagranicznego w regionie łódzkim.

5. Zakończenie

Przedsiębiorstwa z udziałem kapitału zagranicznego, realizując strategię finansowania swojej działalności w skali międzynarodowej, dysponują znacznie większymi możliwościami pozyskania źródeł finansowania niż przedsiębiorstwa narodowe. Daje to względną przewagę i możliwość wyboru najbardziej atrakcyjnych źródeł finansowania charakteryzujących się niższym kosztem kapitału, bardziej korzyst-

nymi warunkami spłaty i łatwiejszymi procedurami towarzyszącymi pozyskaniu kapitału.

Przeprowadzone badanie empiryczne pozwala na sformułowanie kilku wniosków. Po pierwsze uzyskane wyniki potwierdzają możliwość praktycznego wykorzystania podstawowych koncepcji finansowania inwestycji zagranicznych. Na uwagę zasługuje szerokie wykorzystanie nowoczesnego źródła finansowania, jakim jest fundusz *venture capital*. Zasoby kapitałowe pochodzące z tego funduszu najczęściej wykorzystywały te przedsiębiorstwa, w których przeważający lub całkowity udział kapitału zakładowego miał inwestor zagraniczny. Powstały one jako nowy podmiot gospodarczy budowany od podstaw. W przypadku finansowania bieżących inwestycji badane podmioty najchętniej wykorzystują kapitał własny, a szczególnie zysk zatrzymany. Wynik ten może zaprzeczyć często spotykanej tezie o transferze większości zysków wypracowanych w filiach zagranicznych, również w Polsce i regionie łódzkim, do przedsiębiorstwa macierzystego (spółki-matki).

Literatura

- Caves R.E., *Multinational Enterprise and Economics Analysis*, University Press Cambridge 1999.
Duliniec A., *Finansowanie przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007.
Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w 2006 roku, GUS, Warszawa 2007.
Gehrke J., *Desinvestitionen Erfolgreich Planen und Steuern*, V. Vahlen, Munchen 1995.
Perlitz M., *Internationales Management*, Lucius and Lucius, Stuttgart 2000.

ANALYSIS OF FINANCIAL SOURCES IN ENTERPRISES WITH FOREIGN CAPITAL PARTICIPATION IN THE REGION OF ŁÓDŹ

Summary

The enterprises with the foreign capital participation realizing financial strategies of their own activity on an international scale are in a specific situation. They have much more possibilities for using diverse financing sources than national enterprises. The international character of these enterprises activity gives them opportunities to use following financing sources:

- home country (parent company localization),
- host country (the foreign investment localization),
- third countries,
- international financial markets.

The aim of this article is qualification of basic financial sources of enterprises with the foreign capital participation working in the region of Łódź.