

Jacek Buko

**PRZESŁANKI I MOŻLIWOŚCI FINANSOWANIA
KAPITAŁOCHŁONNYCH INWESTYCJI
PRZEZ FIRMY TELEKOMUNIKACYJNE.
STUDIUM PRZYPADKU**

1. Wprowadzenie

Od kilku lat działania firm telekomunikacyjnych w Polsce koncentrują się wokół inwestycji w infrastrukturę, w tym szczególnie w zapewnienie dostępności do usług transmisji danych. Oferowane dzięki tym inwestycjom nowe usługi o coraz większej wartości dodanej tworzą siłę napędową sektora telekomunikacyjnego. W tym kontekście można wyróżnić trendy formujące współczesny rynek telekomunikacyjny:

- upowszechnienie usług multimedialnych, a w konsekwencji zwiększenie liczby nowych inwestycji sieciowych i płynących z nich przychodów;
- skupianie wysiłku wokół relacji z klientem – traktowanie tych relacji jako jednego z podstawowych zasobów firmy;
- przyjęcie modeli biznesowych, w których zasadniczą rolę odgrywa personalizacja usług i budowanie lojalności klientów;
- tworzenie nowego, zwartego środowiska telekomunikacyjnego przez szeroko pojętą współpracę i konsolidację firm;
- ewolucja usług, prowadząca do coraz większej personalizacji i systematycznego zwiększania wartości dodanej [Internet 2004].

Przewiduje się, iż począwszy od obecnego roku w działalności firm telekomunikacyjnych kontrola kosztów ustąpi miejsca innowacyjności w kreowaniu usług. Firmy przestaną skupiać się na oszczędnościach, lecz swoje działania skoncentrują na zwiększaniu dochodów. Wszystko to będzie powodować wzrost inwestycji.

2. Przesłanki inwestowania

Szacunkowe nakłady na szeroko rozumianą telekomunikację wynoszą w Polsce prawie 4 mld euro rocznie¹, co jednak w przeliczeniu na jednego mieszkańca stanowi kwotę kilkakrotnie niższą niż średnia Unii Europejskiej. Udział sprzedaży usług IT i oprogramowania kształtuje się w granicach 15% wartości całego rynku teleinformatycznego, podczas gdy w Europie Zachodniej wynosi ponad 30%.

Jednym z zasadniczych elementów europejskiej inicjatywy, nazywanej „Strategią lizbońską” jest pełna liberalizacja telekomunikacji, a zwłaszcza przygotowanie i przyjęcie nowego pakietu regulacyjnego, zmierzającego do objęcia jednolitą regulacją całego sektora łączności elektronicznej. Nowy pakiet regulacyjny miał obejmować szeroko pojętą łączność elektroniczną, a zatem tradycyjną telekomunikację, media i teleinformatykę. Mechanizmy zapewnienia powszechności usług oraz określenia źródeł ich finansowania są bardzo ważnym elementem porządku regulacyjnego UE, szczególnie istotnym w kontekście dostępu do Internetu jako warunku dostępu do usług społeczeństwa informacyjnego.

Wskazać jednak należy, że unijny pakiet regulacyjny łączności elektronicznej nie określa środków zmierzających do zwiększenia „telegęstości” i budowy infrastruktury w krajach takich jak Polska.

Analizując stan rozwoju sektora usług telekomunikacyjnych w Polsce, należy stwierdzić, że znacznie odbiega on od standardów europejskich. Wysokim cenom usług telekomunikacyjnych towarzyszą jedne z najniższych wskaźników penetracji telefonii w Europie. Ograniczona konkurencja na rynku telekomunikacyjnym powoduje, że dominujący operator nie jest zainteresowany kosztownym rozbudowywaniem sieci na terenach słabo zurbanizowanych, co pogłębia dysproporcje regionalne w Polsce. W efekcie niewielki zakres dostępności Internetu oraz jego niska jakość wydatnie hamują proces rozwoju telekomunikacji i informatyzacji w Polsce.

Technologie bezprzewodowe są szansą zwiększenia dostępu do usług telekomunikacyjnych – stwarza ją zwłaszcza obecna infrastruktura operatorów telefonii komórkowej. Technologie te pozwolą zapewnić nie tylko łączność głosową, ale również szybką transmisję danych. Biorąc pod uwagę obecne prognozy wykorzystania technik bezprzewodowych w dostępie do Internetu, należy zwrócić szczególną uwagę na promowanie tego typu technologii przez administrację państwową, w tym również poprzez dofinansowanie tego typu przedsięwzięć inwestycyjnych przy wykorzystaniu funduszy strukturalnych m.in. w kontekście polityki rozwoju regionalnego.

Stworzenie odpowiednich warunków do rozwoju najbardziej zaawansowanych jakościowo technologii przyczynia się do zmniejszenia dystansu dzielącego gospo-

¹ W okresie 2000-2004.

darkę Polski od gospodarki Unii Europejskiej. Stanowić to może najprostszą metodę zwiększenia konkurencyjności polskiej gospodarki względem innych rynków. Potwierdzenie zainteresowania państwa wymienionymi zagadnieniami stanowi przyjęta 14 lipca 2000 r. Uchwała Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej [MP 2000 nr 22, poz. 448] w sprawie budowania podstaw społeczeństwa informacyjnego, w której nowoczesne technologie i usługi telekomunikacyjne, teleinformatyczne oraz multimedialne zostały uznane za katalizator rozwoju gospodarczego.

W odniesieniu do polskiej gospodarki należy zaznaczyć, iż jej rozwój uzależniony jest od napływu kapitału inwestycyjnego, zwrotnie uwarunkowanego poziomem rozwoju infrastruktury telekomunikacyjnej, możliwościami nieograniczonej wymiany danych i przesyłania informacji między centrami inwestorów a podmiotami oraz powszechnością stosowania standardów technologii informatycznych.

3. Źródła pochodzenia kapitału inwestycyjnego

Strategia finansowania działalności jest jednym z istotnych obszarów decyzyjnych przedsiębiorstwa. Określa ona rozmiary bieżących i przyszłych potrzeb finansowych związanych z działalnością gospodarczą oraz ustala najkorzystniejsze źródła pozyskiwania środków niezbędnych do zaspokajania tych potrzeb.

Dużą różnorodność alternatywnych źródeł kapitału oferuje rynek finansowy. Sposoby finansowania są oferowane na samodzielnych i wewnętrznie zamkniętych rynkach częściowych. Zalicza się do nich rynek finansowania zewnętrznego i przeciwstawny rynek finansowania wewnętrznego. Kryterium różnicującym jest pochodzenie środków. Finansowanie zewnętrzne występuje w ramach środków oddanych do dyspozycji przez osoby trzecie, wskutek czego do przedsiębiorstwa zostaje wprowadzony kapitał inicjujący stosunki prawne między poszukującymi kapitału a oferującymi kapitał z zewnątrz. Wprowadzony kapitał stanie się w wewnętrznej strukturze kapitałem obcym, którego zwiększanie będzie powodowało wzrost zadłużenia przedsiębiorstwa.

W warunkach gospodarki rynkowej opcja strategiczna przedsiębiorstwa, określająca strukturę kapitału, jest wypadkową możliwości tworzonych przez otoczenie. Jest ona wyrazem dążenia firmy do osiągnięcia maksymalnego zysku, a zarazem coraz wyższego poziomu kapitału stałego, umożliwiającego większą elastyczność i niezależność finansową w przyszłości.

Do najczęstszych form pozyskiwania środków finansowych przez przedsiębiorstwo na rynku finansowania zewnętrznego można zaliczyć zaciągnięcie kredytu bankowego, *leasing* oraz emisję obligacji i akcji.

Kredyt bankowy jest podstawową formą średnio- i długookresowego finansowania nakładów gospodarczych, których celem jest stworzenie nowego lub powiększenie już istniejącego majątku trwałego. Z punktu widzenia kredytobiorcy na polskim rynku w obecnych warunkach podstawowym wyznacznikiem atrak-

cyjności kredytu jest jego całkowity koszt. Można wyodrębnić następujące koszty: oprocentowanie kredytu oraz prowizje przygotowawcze i od udzielonego kredytu.

Dane na temat stóp procentowych kredytów, oferowanych zarówno na krajowym, jak i międzynarodowym rynku, oraz wielkość pobieranych prowizji i opłat nie mogą być bezpośrednio porównywalne. Wynika to z faktu, iż kredytodawcy stosują różne plany umorzenia kredytów oraz wymagają spełnienia dodatkowych świadczeń pieniężnych, których nie odzwierciedla wysokość podawanej stopy procentowej.

Wysokość oprocentowania udzielanych kredytów jest uzależniona od wielu czynników: kondycji finansowej badanego przedsiębiorstwa, wielkości podmiotu, oceny segmentu rynku, w jakim się porusza, stopy zwrotu zakładanej inwestycji i możliwości jej realizacji itp.

Kolejną formą pozyskiwania kapitału na inwestycje jest *leasing*. Jest to rozwiązanie dość korzystne dla przedsiębiorstw – wprawdzie czynsz leasingowy jest zazwyczaj wyższy niż rata kredytowa, lecz leasingobiorca odnosi korzyści podatkowe. W przypadku spłaty kredytu kosztem uzyskania przychodu jest tylko rata odsetkowa, a rata kapitałowa jest spłacana z zysku netto – inwestycje finansowane kredytem są amortyzowane na zasadach ogólnych. Natomiast w przypadku leasingu całość tzw. czynszu leasingowego stanowi koszt uzyskania przychodów, zmniejsza zatem zysk do opodatkowania, a zatem i sam podatek. W ten sposób *leasing* jest korzystnym rozwiązaniem z uwagi na wyższy zysk generowany przez przedsiębiorstwo.

Należy podkreślić, że często firma leasingowa jest właścicielem rzeczy jedynie w sensie ekonomicznym, nie zaś prawnym. Z reguły bowiem firma ta nie ma dostatecznych środków, by kupić rzecz od razu na własność i aby sfinansować zakup, najczęściej zaciąga kredyt. Wynagrodzenie, które ma zapłacić leasingobiorca w ratach, musi być co najmniej równe cenie, za jaką firma leasingowa kupiła dany przedmiot. Po dodaniu prowizji koszt umowy leasingu pobierany przez leasingodawcę może przekraczać koszt kredytu.

Leasing może być alternatywą dla kredytu, jeśli uzyskane środki mają służyć sfinansowaniu konkretnego zakupu (np. danej linii produkcyjnej, maszyny, samochodu czy urządzenia). Firmy leasingowe są dużo bardziej elastyczne od banków, wymagają bowiem znacznie mniejszych zabezpieczeń. Jest to zrozumiałe, gdyż w przypadku umowy leasingu firma leasingowa kupuje wskazany przez leasingobiorcę przedmiot, a następnie przekazuje mu do używania, czasem także prawo pobierania pożytków. Kupiony według wskazań leasingobiorcy przedmiot pozostaje jednak do końca umowy własnością firmy leasingowej – ewentualny zakup po zakończeniu umowy to tylko opcja. Jeśli więc leasingobiorca nie będzie płacił rat leasingowych, firma leasingowa ma prawo w każdej chwili rozwiązać z nim umowę, nie tracąc przy tym prawa własności do rzeczy.

Emisja obligacji stanowi jedną z podstawowych form pozyskiwania kapitału obcego przez przedsiębiorstwa w procesie inwestycyjnym. Przy podejmowaniu

decyzji inwestycyjnych emitent obligacji powinien odpowiedzieć sobie na pytania: czy zakładane przedsięwzięcie jest mu w ogóle potrzebne i czy istnieje realna szansa na jego powodzenie, czyli spłatę zaciągniętego długu.

Obligacje przedsiębiorstw stanowią w wielu rozwiniętych krajach jedno z zasadniczych źródeł pozyskiwania obcych kapitałów. W Polsce obserwowany jest stały rozwój rynku obligacji przedsiębiorstw związany z umacnianiem się ich pozycji na rynku papierów wartościowych. Istotne znaczenie ma także otwierająca się możliwość emisji obligacji przeznaczonych do sprzedaży na zagranicznych rynkach, którą zdołały już wykorzystać niektóre duże przedsiębiorstwa polskie.

Ograniczona wielkość środków finansowych, jakie mogą pozyskać emitenci na rynku krajowym, powoduje, iż wielu z nich stara się pozyskać je na rynkach zagranicznych. W celu wyemitowania obligacji na rynku międzynarodowym niezbędne jest uzyskanie oceny credit-ratingu. Oceny takie opracowują specjalistyczne agencje ratingowe na podstawie określonych kryteriów w celu ustalenia stopnia zdolności do wywiązywania się w perspektywie dłuższego czasu ze zobowiązań przez podmiot, który zadłuża się na rynku kapitałowym. O uzyskanie opinii ratingowej zabiegają przede wszystkim sami emitenci papierów dłużnych, którzy chcą w ten sposób zwiększyć zainteresowanie potencjalnych inwestorów emitowanymi walorami. Posiadanie wysokiej oceny danej emisji może znacząco wpłynąć na koszt odsetek od pożyczonego kapitału oraz na łatwość znalezienia nabywców.

Emisja akcji przedsiębiorstwa jest formą pozyskiwania kapitału inwestycyjnego poprzez wprowadzenie ich do obrotu publicznego. Akcje mogą być imienne lub na okaziciela, jednak tylko te drugie mogą być przedmiotem obrotu giełdowego. Jest to związane z charakterem tego obrotu, którego przedmiotem są jedynie wystandaryzowane instrumenty finansowe, a więc pozbawione cech indywidualnych. Jeśli spółka emitowała kiedykolwiek akcje imienne, muszą one być zamienione na akcje na okaziciela przed wprowadzeniem ich do obrotu giełdowego. Inny podział akcji wynika z zakresu związanych z nimi uprawnień. Mogą być zatem akcje zwykłe i uprzywilejowane. Rodzaj uprzywilejowania może być także różny, tj. może dotyczyć wielkości przysługującej dywidendy, liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub szczególnych uprawnień w przypadku postępowania likwidacyjnego spółki.

Publiczna emisja akcji ma wiele zalet, wśród których do najważniejszych należy zaliczyć:

1. Wzrost prestiżu i wiarygodności (w tym zaufania klientów) firmy.
2. Produkty i znaki towarowe spółek notowanych na giełdzie zaczynają być rozpoznawalne.
3. Najczęściej banki traktują spółki publiczne jako firmy niższego ryzyka, co umożliwia pozyskanie dodatkowego kapitału: dostają kredyt na warunkach znacznie lepszych niż oferowane podobnym przedsiębiorstwom, nie notowanym na giełdzie.

Podstawowe wady oferty publicznej to:

1. Długi okres niezbędny do jej przygotowania i przeprowadzenia oraz koszt operacji, szczególnie w zakresie kampanii marketingowej. Większość tych kosztów wiąże się z przygotowaniem prospektu emisyjnego i jego wydrukiem oraz opłatą za obsługę dla biura maklerskiego. Ponadto spółka musi uiścić wiele opłat stałych na rzecz Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, Giełdy Papierów Wartościowych SA oraz Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych SA.

2. Obowiązek informowania rynku o bieżącej sytuacji finansowej spółki, a przede wszystkim zawieranych kontraktach. W takiej sytuacji spółka może być łatwo obserwowana przez konkurencję oraz różne wywiadownie gospodarcze.

3. Możliwość utraty kontroli nad spółką – może się zdarzyć, że grupa inwestorów nabędzie znaczną część akcji i wprowadzi swoich przedstawicieli do rady nadzorczej i zarządu spółki.

4. Pozyskiwanie kapitału inwestycyjnego na przykładzie Telekomunikacji Polskiej

Od roku 1992 Telekomunikacja Polska przeznacziała cały zysk netto na cele inwestycyjne. Wzrostowi przychodów nie towarzyszył odpowiedni wzrost zysku na poziomie operacyjnym oraz zysku netto. Obydwie pozycje odnotowały w 1997 r. odpowiednio wzrost o 14% i spadek o 14,9%, natomiast w 1998 r. wzrost zaledwie o 3,99% i 33,33%. Taki stan rzeczy spowodowany był przede wszystkim stratami nadzwyczajnymi z powodu powodzi i znacznym przyrostem kosztów sprzedawanych produktów, towarów i materiałów (o około 39%) oraz kosztów finansowych (o około 83,4%). [Raporty roczne TP SA 1997-1999].

Po przeanalizowaniu możliwości w zakresie pozyskania kapitału koniecznego do realizacji założonego procesu inwestycyjnego zarząd firmy podjął decyzję o wyemitowaniu średnio- i długoterminowych euroobligacji. W wyniku emisji tych walorów dłużnych firma zgromadziła kapitał w wysokości blisko 10 mld PLN. [Raporty roczne TP SA 1997-2004].

Wybór euroobligacji związany był z faktem, że zgromadzenie tak dużego kapitału na rynku polskim (np. poprzez zaciągnięcie kredytu bankowego) jest niemożliwe. Zgodnie z Ustawą *Prawo bankowe* (art. 71 ust. 1), DzU 1997 nr 140, poz. 939 – suma udzielonych kredytów i pożyczek pieniężnych przez bank w stosunku do jednego podmiotu lub podmiotów powiązanych kapitałowo i organizacyjnie ponoszących wspólnie ryzyko gospodarcze nie może przekroczyć 25% funduszy własnych banku. Przy każdorazowym udzieleniu kredytu przekraczającym 10% funduszy własnych banku zarząd zobowiązany jest powiadomić o tym fakcie Komisję Nadzoru Bankowego.

Ze względu na wielkość długu zaciągniętego przez Telekomunikację Polską drogą emisji euroobligacji, przy zakładanej kolejnej emisji na równowartość

1 mld USD, bank, który chciałby udzielić takiego kredytu musiałby posiadać kapitał własny w wysokości ok. 12 mld USD. Nawet próba udzielenia kredytu, konsorcjalnego (biorąc pod uwagę banki działające na terytorium Polski) musiałaby skończyć się niepowodzeniem. Z powyższych względów decyzja zarządu Telekomunikacji Polskiej o emisji walorów była rozwiązaniem optymalnym.

Czynnikiem przemawiającym za emisją obligacji jest również fakt, że firma otrzymuje całość środków w jednym momencie. Nie występują tutaj ograniczenia co do czasu wykorzystania danej puli środków, co ma miejsce np. w przypadku zaciągnięcia kredytu. Ponadto dysponowanie całością środków daje możliwość zmniejszenia kosztu pozyskania kapitału. Jest to możliwe poprzez umieszczanie części środków finansowych jeszcze niewykorzystanych w procesie inwestycyjnym, np. w lokatach bankowych.

5. Zakończenie

Ciągły rozwój jest niezbędnym warunkiem osiągnięcia bądź zachowania przez przedsiębiorstwo pożądanej pozycji na rynku w dalszej perspektywie. Rozwój ten determinowany jest w głównej mierze założeniami strategii inwestycyjnej danej firmy. Trafność decyzji inwestycyjnych, ze względu na znaczne nakłady rozłożone w czasie i często nieodwracalne ich skutki oraz ponoszone ryzyko, ma ogromne znaczenie dla przyszłej kondycji przedsiębiorstwa. Każda z tych decyzji powinna być poprzedzona wnikliwym rachunkiem ekonomicznym, ograniczającym ryzyko niepowodzenia.

Praktyka wskazuje, że przy finansowaniu kapitałochłonnych inwestycji telekomunikacyjnych² firmy starają się korzystać z kredytów bankowych do momentu, w którym mogą dokonać odpowiedniej, efektywnej emisji obligacji. Jej koszt zawiera bowiem istotny element kosztów stałych, dlatego jest bardzo wrażliwy na wielkość emisji (ekonomia skali).

Należy wskazać, że finansowanie inwestycji długiem traktowane jest przez rynek jako sygnał pozytywny. Decyzja przedsiębiorstwa, dotycząca zwiększenia zadłużenia poprzez emisję obligacji, jest odbierana jako informacja, że perspektywy rozwoju firmy są dobre. Wiadomo bowiem, że przedsiębiorstwo zwiększa wykorzystanie dźwigni finansowej tylko wtedy, gdy będzie w stanie obsłużyć nowy dług. Przedsiębiorstwo może zatem sygnalizować wzrost spodziewanych zysków i zwiększenie własnej wartości rynkowej poprzez efektywne wykorzystanie zewnętrznych kapitałów obcych.

² W drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych polskie przedsiębiorstwa wyemitowały obligacje o wartości nominalnej ok. 14 mld (PLN), z czego około 65% wartości obligacji przypadło na Telekomunikację Polską oraz Netię (obligacje te były ulokowane za granicą).

Literatura

<http://www.tpsa.pl>, Internet,

http://www.unisys.pl/about__unisys/news_a_events/20041214.htm, Internet 2004.

Raporty Roczne TP SA 1997-2004.

Uchwała Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej z 14 lipca 2000 roku w sprawie budowania podstaw społeczeństwa informacyjnego w Polsce, Monitor Polski 2000 nr 22, poz. 448.

Ustawa *Prawo bankowe* z 29 sierpnia 1997 r., art. 71 ust. 1, DzU 1997 nr 140, poz. 939 z 21 listopada z późn. zmianami.

THE PREMISES AND POSSIBILITIES OF FINANCING OF CAPITAL – INTENSIVE INVESTMENT BY TELECOMMUNICATION FIRMS. CASE STUDY

Summary

Activities of telecommunication firms in Poland concentrate round investment in infrastructure. The most frequent forms of obtaining moneys by firms are: bank-credit, leasing and issue of bond and stock. Limited size of financial supplies on national market induces firms to researches of money on international markets.

Dr Jacek Buko jest adiunktem w Katedrze Polityki Gospodarczej Łączności Wydziału Zarządzania i Ekonomiki Usług Uniwersytetu Szczecińskiego
e-mail: jacek.buko@wzieu.pl