

GABRIELA ŁUKASIK

BARTOSZ ORLIŃSKI

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

## MODELE FINANSOWANIA ROZWOJU A PRZEPLYWY PIENIĘŻNE (Z UWZGLĘDNIENIEM SPÓŁEK NOTOWANYCH NA RYNKU NEWCONNECT)

### Streszczenie

Prawidłowe funkcjonowanie współczesnego przedsiębiorstwa w zmieniającym się otoczeniu, w tym również w sektorze małych i średnich podmiotów, związane jest z zapewnieniem mu zrównoważonego rozwoju, pozwalającego na osiągnięcie i utrzymanie przewagi konkurencyjnej. Wymaga to aktywnego wykorzystania szans jakie stwarza rynek finansowy i ograniczenia występujących zagrożeń. W artykule uwzględniono główne modele finansowania rozwoju w powiązaniu ze zmianami poziomu i struktury przepływów pieniężnych. Celem artykułu jest analiza i ocena związku pomiędzy wyborem modelu finansowania rozwoju a gotówkowymi efektami działalności przedsiębiorstwa.

**Słowa kluczowe:** rozwój, przepływy pieniężne, źródła finansowania, wystarczalność gotówkowa

### Wprowadzenie

Warunkiem rozwoju podmiotu gospodarczego jest dostęp do kapitału umożliwiającego finansowanie przedsięwzięć i projektów inwestycyjnych, z właściwym wykorzystaniem zarówno wewnętrznych, jak i zewnętrznych źródeł finansowych. Prawidłowy dobór źródeł finansowych wymaga oceny możliwości wykorzystania podstawowych modeli finansowania rozwoju z uwzględnieniem szans i zagrożeń z tym związanych, na różnych etapach rozwoju przedsiębiorstwa. Ważna jest również ocena możliwości samofinansowania procesów rozwojowych związanych z generowanymi przepływami pieniężnymi (głównie z działalności operacyjnej) oraz z uwzględnieniem miar wystarczalności gotówkowej na pokrycie wydatków związanych z obsługą pozyskanego kapitału. W artykule dokonano próby oceny modeli finansowania rozwoju z uwzględnieniem założeń teorii i doświadczeń praktyki gospodarczej, głównie w grupie spółek notowanych na rynku NewConnect.

## Rozwój jako podstawa funkcjonowania przedsiębiorstwa na rynku

Kategoria rozwoju jest w różny sposób traktowana w literaturze tematu<sup>1</sup>. Często uznaje się rozwój jako równoznaczny ze wzrostem, identyfikując kategorie o znaczeniu ilościowym i jakościowym. Słuszne jest stwierdzenie, że: „rozwój jest przede wszystkim zjawiskiem jakościowym i koniecznym warunkiem przetrwania”. Identyfikacja kategorii rozwoju wymaga wyróżnienia głównych jej cech, które służą do oceny przesłanek i w konsekwencji – wyboru modeli finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych<sup>2</sup>.

Pierwszą cechą, którą należy wyróżnić są pozytywnie oceniane zmiany o charakterze jakościowym. Są to najczęściej zmiany strukturalne, dotyczące zmian wewnętrznych oraz zmian pozycji przedsiębiorstwa w otoczeniu rynkowym (zmiany zewnętrzne), co pozwala na rozszerzenie zakresu działań na rynku, wzrost wiarygodności kredytowej, poprawę relacji z innymi uczestnikami rynku. Kapitałodawca powinien mieć świadomość zakresu i konsekwencji zmian jakościowych i dostosowywać do nich swoje oczekiwania, m.in. w zakresie wymaganej stopy zwrotu.

Drugą cechą rozwoju jest traktowanie go w układzie dynamicznym, jako procesu przebiegającego w czasie (w sposób uporządkowany), z uwzględnieniem zmiennej wartości pieniądza w czasie i zapewnieniem trwałości procesów rozwoju. Dostęp do kapitału nie może być dlatego jednorazowy (krótkoterminowy), lecz wymaga ciągłej analizy możliwości kapitałowych i sytuacji na rynku finansowym.

Zmiany jakościowe realizowane w procesie rozwoju są nierozzerwalnie związane z innowacjami, zgodnie z tzw. schumpeterowską koncepcją zmian innowacyjnych<sup>3</sup>. Innowacje cechuje nowość i unikatowość, co wymaga ich odmiennego traktowania w porównaniu np. z inwestycjami odtworzeniowymi oraz doboru szerszej grupy kapitałodawców. Innowacje odgrywają istotną rolę w tworzeniu przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa na rynku, co wymaga jednak doboru kapitałodawców przejmujących konsekwencje ryzyka innowacyjnego.

Związek z procesami innowacyjnymi wskazuje na kolejną, istotną cechę procesów rozwojowych, jaką jest zwiększone ryzyko. Dotyczy to zarówno zwiększonego ryzyka systematycznego związanego z otoczeniem i zmianą jego parametrów (w tym parametrów finansowych), jak i ryzyka niesystematycznego (specyficznego). Nie bez znaczenia jest również uznanie ryzyka nie tylko jako zagrożenia, ale i szansy zwiększającej możliwości uzyskania przewagi konkurencyjnej, wzrostu atrakcyjności dla inwestorów a w konsekwencji tworzenia dodatkowej wartości<sup>4</sup>. W procesie finansowania ryzyka ważne jest zarówno faktyczne pozyskiwanie kapitału w sytuacjach ryzykownych, jak i finansowanie strat, z możliwością wyboru różnych sposobów ograniczenia jego skutków. Z jednej strony ryzyko będzie wymagało zabez-

<sup>1</sup> Z. Pierścioneck, *Strategie konkurencji i rozwoju przedsiębiorstwa*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2003.

<sup>2</sup> Szerzej G. Łukasik, *Strategie finansowania rozwoju współczesnych przedsiębiorstw*, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katowice 2010, s. 13–25.

<sup>3</sup> Zob. J. Schumpeter, *Teoria rozwoju gospodarczego*, PWN, Warszawa 1960, s. 99–101.

<sup>4</sup> Szerzej. K. Janasz, *Kapitał w finansowaniu działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw w Polsce, Źródła i modle*, Difin, Warszawa 2010, s. 79; J. Rokita, *Zarządzanie strategiczne. Tworzenie i utrzymanie przewagi konkurencyjnej*, PWE, Warszawa 2005, s. 180–216.

pieczenia i ochrony inwestorów, z drugiej może być wykorzystane do uzyskania wyższej stopy zwrotu. Jest to zawsze kontrowersyjny problem wyceny premii za ryzyko (*risk premium*), z uwzględnieniem różnego poziomu awersji do ryzyka (lub akceptacji ryzyka). Premia za ryzyko odnoszona do kapitałodawcy wymaga równocześnie uwzględnienia drugiej strony – alokacji kapitału w finansowanie różnych składników aktywów o różnym poziomie ryzyka, rozumianych jako stopień zmienności (pewności) spodziewanych przepływów pieniężnych. Małe i średnie przedsiębiorstwa wykazują z jednej strony wyższą elastyczność działania, z drugiej jednak mogą napotykać na znaczne bariery i ograniczenia w aktywnych działaniach i swobodzie podejmowania ryzykownych decyzji.

Wyznacznikiem rozwoju jest wzrost wartości przedsiębiorstwa, a procesy rozwojowe są integralną częścią problemów zarządzania wartością. Faktyczny rozwój dokonuje się, gdy zmiany jakościowe i ryzyko realizowane w dłuższej perspektywie powodują wzrost strumieni dochodów generowanych przez przedsiębiorstwa, przy założeniu wzrostu stopy zwrotu z zaangażowanego kapitału przez korzystne zmiany efektywności, efekty synergii i obniżenie ryzyka związanego z alokacją kapitału. Pozwala to zabezpieczyć oczekiwaną stopę zwrotu wszystkim kapitałodawcom i dostosować wysokość zaangażowanego kapitału do prawidłowo ocenianych potrzeb przedsiębiorstwa.

### **Główne cechy podstawowych modeli finansowania rozwoju i ich związek z przepływami pieniężnymi**

Struktura kapitału pozostaje w centrum zainteresowania teoretyków i praktyków od wielu lat. Poszukiwania najlepszych źródeł finansowania to podstawowe decyzje przedsiębiorstwa o wielokierunkowym oddziaływaniu na jego pozycję na rynku finansowym. Wymaga to oceny szans i zagrożeń dokonanego wyboru, z porównaniem cech głównych modeli finansowania rozwoju i oceny ich związku z przepływami pieniężnymi. Z jednej strony modele te decydują o przyszłej strukturze i poziomie przepływów pieniężnych. Z drugiej – znajomość aktualnych przepływów pieniężnych i ich oceny w ujęciu retrospektywnym stanowić powinno podstawę doboru określonego modelu struktury kapitału, z oceną szans i zagrożeń dotyczących możliwości zabezpieczenia oczekiwanych wydatków związanych z obsługą kapitału (zapewnieniem stopy zwrotu dla kapitałodawców). Dotyczy to głównie oceny zdolności do generowania gotówki podstawowych obszarów działalności przedsiębiorstwa oraz stopnia zachowania warunków zdolności kredytowej. Rachunek przepływów pieniężnych (zarówno *ex post*, jak i *ex ante*) stanowi istotne źródło informacji nie tylko dla zarządzających, ale i dla kapitałodawców (w tym głównie banku). Wykorzystanie przepływów pieniężnych w doborze źródeł finansowania wzbogaca ocenę rzeczywistej sytuacji płatniczej przedsiębiorstwa. Oceny dokonywane na podstawie stanu zasobów majątkowych i kapitałowych mają bowiem charakter statyczny, a wynik finansowy bazuje na memoriałowej zasadzie rejestracji zdarzeń gospodarczych, uwzględniającej potencjalne strumienie finansowe.

Można wyróżnić trzy główne modele struktury kapitału:

- model preferencji dla kapitału własnego,

- model preferencji dla kapitału pożyczkowego,
- model dywersyfikacji źródeł finansowania.

Każdy z modeli cechuje określony zakres szans i zagrożeń decydujących o różnym poziomie ryzyka, bezpieczeństwa dla właścicieli i wierzycieli, a w konsekwencji o pozycji przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym.

Model z preferencją dla kapitału własnego wiąże się z rezygnacją przedsiębiorstwa z wykorzystania efektu dźwigni finansowej na rzecz bezpieczeństwa i wzrostu wiarygodności wobec wierzycieli. Może to wiązać się z utrzymaniem rezerw długoterminowej płynności finansowej i wzrostu zdolności pożyczkowej w przyszłym okresie i związanej z tym możliwości zaciągania długu w przyszłości oraz szans pozyskania kapitału o niższym koszcie. Niebezpieczeństwem jest ryzyko spadku rentowności kapitału własnego, presja właścicieli dotycząca zabezpieczenia oczekiwanej stopy zysku, ponoszenie wysokich kosztów utraconych korzyści. Ważna jest również ocena kosztu kapitału własnego (zysku zatrzymanego i dodatkowej emisji akcji) w stosunku do kosztu długu. Model ten można rozpatrywać w dwóch układach, związanych z:

- pełnym wykorzystaniem wewnętrznych źródeł finansowania (przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej) i preferowaniem samofinansowania przyszłych wydatków,
- pozyskiwaniem kapitału własnego na rynku finansowym (w tym wykorzystanie emisji akcji na rynku NewConnect).

Preferowanie wewnętrznych możliwości finansowych może być uzasadnione szybszą dostępnością do kapitału, dążeniem do izolowania się od wpływu rynku finansowego i utrzymaniem pełnej kontroli nad aktywami, z wykorzystaniem asymetrii informacji w przyszłych decyzjach. Wewnętrzne źródła finansowe związane z samofinansowaniem i preferencją teorii hierarchii ich doboru wiążą się ściśle z przepływami pieniężnymi z działalności operacyjnej, ich relacją do wydatków inwestycyjnych i przyszłych wydatków finansowych. Wymaga to jednak akceptacji polityki podziału zysku przez właścicieli, z dominacją zysków zatrzymanych.

Model ten preferują przedsiębiorstwa o ograniczonych możliwościach adaptacji do zmiennych warunków otoczenia, realizujące przedsięwzięcia o wyższym ryzyku oraz oczekujące poprawy swojej pozycji na rynku kapitałowym. Przedsiębiorstwa z sektora małych i średnich przedsiębiorstw mogą wykorzystać środki własne przedsiębiorcy (właściciela), wypracowany zysk, kapitał prywatny lub pozyskiwać kapitał z rynku papierów wartościowych (rynek NewConnect). Rynek NewConnect, jako forma rynku alternatywnego, wspomaga finansowanie rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw poprzez publiczną emisję akcji<sup>5</sup>.

Model struktury kapitału z preferencją dla kapitału pożyczkowego wiąże się z maksymalnym angażowaniem kapitału obcego w finansowanie działalności przedsiębiorstwa, elastycznym dostosowaniem zobowiązań do terminów ich wymagalności, świadomością znacznego ryzyka utraty zdolności płatniczej i wiarygodności finansowej oraz z pełnym wykorzystaniem możliwości osiągnięcia dodatniego efek-

---

<sup>5</sup> Szerzej D. Kordela, *New Connect – rynek giełdowy dla małych i średnich przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa 2013.

tu dźwigni finansowej w danych warunkach rynkowych (np. związanych z korzystnym kierunkiem zmian stopy procentowej). Przedsiębiorstwo będzie oceniać zależności między korzyściami wykorzystania wyższej dźwigni finansowej a rosnącymi – wraz ze wzrostem zadłużenia – kosztami bankructwa i ryzykiem przekroczenia dopuszczalnej pojemności zadłużeniowej. Nie bez znaczenia jest również stopień rozproszenia dłużników, różne terminy wymagalności zobowiązań i ewentualne konflikty interesów między wierzycielami i właścicielami (np. w zakresie oczekiwanych, stabilnych wypłat z zysku). Istotna jest także struktura zadłużenia z uwzględnieniem roli bezpośredniego pozyskiwania kapitału z rynku finansowego (emisja pożyczkowych papierów wartościowych) czy też z wykorzystaniem sektora bankowego (model pośredni)<sup>6</sup>. Dominacja instytucji banku w finansowaniu stwarza większe możliwości kontroli sposobu wykorzystania kapitału ze strony pożyczkodawcy i podejmowania działań interwencyjnych, a także zmiany warunków umowy. Bezpośrednie finansowanie kapitałem pożyczkowym z wykorzystaniem emisji pożyczkowych papierów wartościowych pozwala na – z jednej strony – dywersyfikację ryzyka i ograniczone możliwości postawienia zobowiązań w stan natychmiastowej wymagalności w sytuacji utraty wiarygodności, a z drugiej – powoduje powstanie dodatkowego ryzyka w przypadku braku rynkowego popytu na pożyczkowe papiery wartościowe. Rozwój rynku obligacji korporacyjnych, związanych głównie z uruchomieniem rynku Catalyst, stwarza coraz większe możliwości dostępu do kapitału pożyczkowego w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw z osobowością prawną<sup>7</sup>.

Wykorzystanie modelu preferencji dla kapitału pożyczkowego wymaga jednak postawienia pytania<sup>8</sup>:

- przy jakim poziomie zadłużenia kapitałodawcy ograniczą dostęp do kapitału,
- jaka będzie oczekiwana premia za ryzyko w stosunku do podstawowej stopy rynkowej,
- czy istnieje możliwość zabezpieczenia interesów pożyczkodawców i poniesienia kosztów z tym związanych.

Szansą w tym modelu jest maksymalne wykorzystanie efektu dźwigni finansowej w danych warunkach rynkowych, wykorzystanie efektu tarczy podatkowej i ograniczenie kosztów agencji. Zagrożeniem może być pogorszenie zdolności pożyczkowej, brak możliwości realizacji zobowiązań wobec wierzycieli, ryzyko powstania kosztów trudności finansowych i ryzyko spadku wiarygodności na rynku. Oceny przepływów pieniężnych w tym modelu dotyczą głównie wydatków finansowych związanych ze spłatą i obsługą kapitału pożyczkowego oraz ich relacji do przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnych, wskazujących na możliwości ich pokrycia z wewnętrznych źródeł finansowych (miary wystarczalności gotówkowej). W tych warunkach wybór takiej struktury kapitału może dotyczyć

<sup>6</sup> Szerzej M. Stradomski, *Zarządzanie strukturą zadłużenia przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2004.

<sup>7</sup> Szerzej B. Kołosowska, M. Buszko, *Obligacje korporacyjne jako źródło finansowania małych i średnich przedsiębiorstw – uwarunkowania, ryzyko, rozwój*, w: *Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro, małych i średnich przedsiębiorstw. Mikrofirma 2012*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2012.

<sup>8</sup> Szerzej M. Stradomski. *Zarządzanie strukturą...*

głównie przedsiębiorstw o wysokiej ocenie ratingowej i stabilnych wpływach gotówkowych z działalności operacyjnej.

Główną cechą modelu dywersyfikacji źródeł finansowania jest elastyczne kształtowanie struktury kapitału w zależności od zmian wewnętrznych i zewnętrznych warunków działania. Wymaga to szerokiego dostępu do informacji rynkowej, z akceptacją kosztu pozyskania informacji, dużej zdolności adaptacji do zmiennych warunków otoczenia i możliwością dywersyfikacji kierunków działania przedsiębiorstwa. Nie bez znaczenia może być dostęp do rynkowych, złożonych instrumentów finansowych (np. obligacji zmiennych).

Model ten może być skutecznie wykorzystany w grupie przedsiębiorstw, w których sfera realna pozwala na adaptację do zmiennych warunków otoczenia oraz tam gdzie osiągnięto określony stopień dojrzałości, ograniczający ponoszenie ryzyka gospodarczego. Taka struktura kapitału, która jest efektem reakcji przedsiębiorstwa na zmieniającą się sytuację rynkową, dotyczy ograniczonej grupy przedsiębiorstw. Jest to więc struktura kapitałowa złożona, o dużym poziomie ryzyka, ale w warunkach realizacji procesów rozwojowych stwarzająca największe szanse elastycznego reagowania na zmieniające się wewnętrzne i zewnętrzne warunki działania.

W każdym z modeli należy ocenić źródła finansowania w powiązaniu ze strukturą kapitału, kosztem kapitału i ryzykiem finansowym. Istotne są również oceny, czy:

- brak wygospodarowanych środków pieniężnych może ograniczyć rozwój przedsiębiorstwa i jego zdolność konkurencyjną,
- pozycja przedsiębiorstwa na rynku finansowym gwarantuje dostępność do kapitału,
- przewidywana wysokość pozyskiwanego kapitału pożyczkowego mieści się w dopuszczalnym poziomie zadłużenia.

Przedsiębiorstwo nastawione na rozwój powinno być zainteresowane maksymalizowaniem operacyjnych przepływów pieniężnych i prawidłowym ich wykorzystaniem na pokrycie wydatków inwestycyjnych, spłatę zobowiązań wobec wierzycieli i realizację oczekiwań właścicieli (zgodnie z przewidywaną realizacją polityki dywidendy).

### **Wykorzystanie modeli finansowania rozwoju przedsiębiorstw w praktyce gospodarczej (synteza badań)**

W celu praktycznej oceny głównych źródeł finansowania rozwoju przeprowadzono badania w wybranej, zróżnicowanej grupie przedsiębiorstw notowanych na rynku NewConnect, wykorzystując dane liczbowe z raportów rocznych. Są to głównie spółki małe i średnie notowane na rynku alternatywnym. Do oceny przyjęto średnie wielkości ustalone dla poszczególnych rodzajów działalności, z uwzględnieniem spółek, które w latach 2011 i 2012 realizowały procesy rozwojowe (przedsięwzięcia inwestycyjne), a ich efektem był wzrost wartości aktywów (głównie aktywów trwałych). Autorzy mają świadomość, że taka ocena jest niepełna, wartości

średnie nie pozwalają na szczegółowe oceny, a jedynie wskazują na główne kierunki wyborów przedsiębiorstwa. Wykorzystywane informacje służyły do oceny:

- struktury przepływów pieniężnych,
- roli przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej w samofinansowaniu wydatków inwestycyjnych i finansowych (głównie związanych z obsługą długu),
- udziału własnych środków (tj. z działalności operacyjnej, wpływów inwestycyjnych i emisji akcji) w pokrywaniu wydatków inwestycyjnych,
- wykorzystania zadłużenia w finansowaniu wydatków inwestycyjnych i finansowych, związanych z spłatą i obsługą wcześniejszego zadłużenia.

Analiza struktury przepływów pieniężnych (tab. 1) wskazuje, że przedsiębiorstwa badanych rodzajów działalności (poza nieruchomościami w 2012 r.) wykazywały dodatnie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej. Dodatnie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej występowały również pomimo ponoszenia strat bilansowych, co spowodowało jednak wykorzystanie amortyzacji do pokrycia wydatków operacyjnych. Porównanie danych liczbowych w roku 2013 w stosunku do 2012 roku wskazuje, że średnie wartości przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej wykazywały zarówno wzrost, jak i spadek, niezależnie od realizowanych wydatków inwestycyjnych i finansowych.

Szersza analiza przyczyn zmian wymagałaby dodatkowych badań, z wykorzystaniem indywidualnych ocen dla każdego przedsiębiorstwa, z wyróżnieniem np. ich pozycji konkurencyjnej na rynku. Trzy obszary działalności (budownictwo, telekomunikacja i technologie) wykazywały spadek przepływów pieniężnych, a trzy (handel, informatyka, nieruchomości) wzrost poziomu przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej. Może to dowodzić, że przyjęte wcześniej strategii rozwoju nie uwzględniały możliwych zmian w poziomie oczekiwanych środków pieniężnych z działalności operacyjnej i nie zostały poprzedzone szerszą oceną budżetów kapitałowych. Ocena przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej wskazuje, że w różnym stopniu o ich poziomie decydowały: wynik finansowy i amortyzacja, na co wskazują główne wskaźniki struktury przepływów (tab. 2). Największy udział zysku netto w generowanych środkach pieniężnych z działalności operacyjnej wykazują takie rodzaje działalności, jak informatyka i telekomunikacja. Są to działalności wykazujące również wysoką rentowność kapitału własnego (w ujęciu księgowym) – tabela 2.

Istotna jest również ocena i porównanie rentowności gotówkowej, dającej szerszy obraz faktycznej efektywności działalności gospodarczej przedsiębiorstwa, mogącej stanowić podstawę wyboru kierunku rozwoju z możliwością faktycznego spełnienia oczekiwań właścicieli.

Zróznicowany jest również udział amortyzacji w przepływach pieniężnych z działalności operacyjnej, wskazujący zarówno na możliwości realizacji inwestycji odtworzeniowych w ramach samofinansowania, jak i niezgodne z przeznaczeniem wykorzystanie amortyzacji na finansowanie wydatków operacyjnych. Niekorzystne relacje w tym zakresie wykazują: informatyka, technologie i handel (2012 r.). Oceniając strukturę wpływów z działalności finansowej, należy zwrócić uwagę zarówno na środki pieniężne pochodzące z emisji akcji, jak i kredyty, pożyczki oraz emisję pożyczkowych papierów wartościowych. Trudno ocenić w jakim stopniu wpływy te

zostały wykorzystane na pokrycie wydatków inwestycyjnych a w jakim umożliwiło to realizację zobowiązań wobec kapitałodawców (głównie pożyczkodawców). Jest to konsekwencja ograniczonych możliwości samofinansowania wydatków inwestycyjnych i finansowych, o czym świadczą główne miary wystarczalności gotówkowej (tab. 2). Najwyższe wartości w tym zakresie wykazuje telekomunikacja, gdzie ponad 50% wydatków średnio można pokryć źródłami pieniężnymi z działalności operacyjnej.

Tabela 1

Struktura przepływów pieniężnych w latach 2012–2013 (dane w tys. zł)

	Budownictwo		Handel		Informatyka		Telekomunikacja		Nieruchomości		Technologie	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Przepływy pieniężne												
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w tym:	41 184	21 974	13 361	80 933	7 093	12 170	10 530	8955	-159	17 230	33 450	20 038
– zysk (strata) netto	-1511	23 543	-11 921	-27 532	20 732	20 305	3477	5139	-448	8523	-52 444	32 135
– amortyzacja	16 455	17 936	23 020	26 850	8927	11 656	3812	4731	2245	2241	17 592	22 979
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej w tym:	-52 599	-27 032	-106 793	-62 597	-30 168	-33 518	-6089	-9762	-36 216	-28 308	-37 703	-107 819
– wpływy z działalności inwestycyjnej	28 179	23 426	8634	35 721	7288	11 179	1850	1100	65 575	69 324	14 371	4297
– wydatki inwestycyjne	-80 775	-50 457	-115 438	-98 322	-37 462	-44 702	-7940	-10 864	-101 790	-97 626	-52 080	-112 124
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	19 330	742	90 121	4903	22 645	20 867	-4405	1045	35 114	3748	18 059	77 676
– wpływy z działalności finansowej, w tym	93 045	73 587	300 207	232 262	33 286	39 460	7199	6813	96 818	42 807	72 680	137 352
– wpływy netto z emisji akcji	11 852	5981	64 260	57 752	8733	14 676	671	819	5535	1754	5868	46 169
– kredyty i pożyczki	55 815	55 481	230 285	154 978	19 601	21 212	6529	5419	74 405	32 007	55 247	70 137
– emisja dłużnych papierów wartościowych	34 886	21 877	22 970	61 024	1608	3505	0	0	38 933	32 156	710	23 450
– wydatki z działalności finansowej	-73 709	-72 841	-210 082	-227 347	-10 632	-18 581	-11 601	-5763	-61 702	-39 058	-54 614	-59 669

Źródło: opracowanie własne na podstawie Raportów Rocznych wybranych spółek.

Przeprowadzone szczegółowe oceny indywidualne związane z wyborem przez przedsiębiorstwa modeli finansowania wskazały, że dominującą rolę w finansowaniu rozwoju odgrywają środki własne, zgodnie z teorią hierarchii doboru źródeł finansowania (tab. 3). Spadek stóp procentowych na rynku finansowym nie zwiększył jednak zainteresowania przedsiębiorstw (małych i średnich) pozyskaniem kapitału pożyczkowego. Może to potwierdzić tezę, że banki nie umożliwiają nadal tej grupie przedsiębiorstw dostępu do pieniądza kredytowego. Model finansowania głównie kapitałem pożyczkowym występował w takich działalnościach, jak technologia i informatyka. Można uznać, że są to działalności rozwojowe z poważnymi perspektywami, uznane przez instytucje banku za wiarygodne, co przyszłościowo gwarantuje pełną ich zdolność do obsługi długu. Kredyt bankowy odgrywa nadal wiodącą rolę w finansowaniu kapitałem obcym, pomimo rozwoju rynku pożyczkowych papierów wartościowych. Przedsiębiorstwa wykorzystują również (choć



w ograniczonym zakresie) model dywersyfikacji źródeł finansowania rozwoju, głównie w działalności handlowej, to jest w sektorze o dużej zdolności adaptacji do zmiennych warunków otoczenia (w tym zmian parametrów rynku finansowego).

Tabela 2

## Podstawowe wskaźniki oceny przepływów pieniężnych

Treść wskaźnika	J.m.	Budownictwo		Handel		Informatyka		Telekomunikacja		Nieruchomości		Technologie	
		2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
1. Miary wystarczalności gotówkowej													
- przepływy pieniężne z działalności operacyjnej/ wydatki inwestycyjne	%	50,9	43,5	11,5	82,3	23,5	27,2	132,6	82,4	X	17,6	64,2	17,9
- przepływy pieniężne z działalności operacyjnej/ obsługa zadłużenia	%	60,6	31,9	6,7	37,4	18,9	36,3	90,7	155,4	X	43,5	69,2	37,4
- przepływy pieniężne z działalności operacyjnej/wydatki inwestycyjne + obsługa zadłużenia	%	26,6	17,8	10,5	64,4	14,7	19,1	53,9	53,8	X	12,6	31,5	11,7
2. Miary struktury przepływów													
- zysk netto / przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	%	X	107,1	X	X	292,2	166,8	33,1	57,4	X	49,4	X	160,3
- amortyzacja / przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	%	39,9	81,6	172,3	33,1	125,8	95,7	36,3	52,8	X	13,0	52,6	114,6
3. Miary efektywności													
- rentowność kapitału własnego (mierzona zyskiem)	%	X	6,81	X	X	9,6	8,7	10,3	13,9	X	1,91	X	8,6
- rentowność gotówkowa kapitału własnego	%	13,6	6,36	2,09	12,59	3,3	5,3	31,2	24,2	X	3,86	31,5	11,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie Raportów Rocznych wybranych spółek.

Tabela 3

## Liczba spółek wykorzystujących modele finansowania

Modele finansowania inwestycji	Budownictwo		Handel		Informatyka		Telekomunikacja		Nieruchomości		Technologie	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Własnymi środkami	18	22	46	42	27	27	9	6	10	12	17	20
Kapitałem obcym	6	2	5	4	6	5	0	1	4	1	6	7
Kapitałem mieszanym (obcy > 30% i własny > 30%)	2	3	3	4	3	4	1	3	2	2	7	4
Brak inwestycji	2	1	9	13	3	3	0	0	4	5	6	5

Źródło: opracowanie własne na podstawie Raportów Rocznych wybranych spółek.

Problem oceny źródeł finansowania rozwoju jest otwarty, wymaga dalszych badań i analiz. Przeprowadzone badania potwierdziły tezę, że wykorzystanie wyłącznie danych bilansowych, uwzględniających zasoby majątkowe i kapitałowe jest

niewystarczające. Pełna kompleksowa analiza wymaga uzupełnienia badań o informacje pochodzące z rachunku przepływów pieniężnych, wskazujące na gotówkowe efekty dokonywanych wyborów i rzeczywiste możliwości samofinansowania niezbędnych wydatków.

### Literatura

- Janasz K., *Kapitał w finansowaniu działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw w Polsce, Źródła i modele*, Difin, Warszawa 2010.
- Kołosowska B., Buszko M., *Obligacje korporacyjne jako źródło finansowania małych i średnich przedsiębiorstw – uwarunkowania, ryzyko, rozwój*, w: *Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro, małych i średnich przedsiębiorstw. Mikrofirma 2012*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2012.
- Kordela D., *New Connect – rynek giełdowy dla małych i średnich przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa 2013.
- Łukasik G., *Strategie finansowania rozwoju współczesnych przedsiębiorstw*, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katowice 2010.
- Pierścionek Z., *Strategie konkurencji i rozwoju przedsiębiorstwa*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2003.
- Rokita J., *Zarządzanie strategiczne. Tworzenie i utrzymanie przewagi konkurencyjnej*, PWE, Warszawa 2005.
- Schumpeter J., *Teoria rozwoju gospodarczego*, PWN, Warszawa 1960.
- Stradomski M., *Zarządzanie strukturą zadłużenia przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2004.

## MODELS OF FINANCING DEVELOPMENT AND CASH FLOW INCLUDING THE COMPANIES LISTED ON THE NEWCONNECT

### Summary

Proper operation of the modern enterprise, included small and medium companies, is connected with their sustainable development which allows to achieve and maintain competitive advantage. This requires the active use of the opportunities which are created on financial market and reduce existing threats. The choice of source of financing companies is connected with changes in the structure and level of cash flows. The presented article describes the main models of financing development in conjunction with changes in the structure and level of cash flows.

**Keywords:** development, cash flow, source of financing, cash flow coverage

*Translated by Gabriela Łukasik, Bartosz Orliński*