

**Edyta Mioduchowska-Jaroszewicz**

## **ŹRÓDŁA FINANSOWANIA DZIAŁALNOŚCI W GRUPIE KAPITAŁOWEJ**

### **Wstęp**

Cechą charakterystyczną postępującego we współczesnym świecie procesu globalizacji w sferze działalności gospodarczej jest tendencja do koncentracji potencjału ekonomicznego przez scalanie się kapitałów w wyniku zakupów lub przejmowania udziałów podmiotów funkcjonujących na rynku. Tendencje te ulegają nasileniu w wyniku integracji europejskiej, zniesienia ograniczeń w wielopłaszczyznowej wymianie między państwami, szybkiego rozszerzenia praw własności w podmiotach gospodarczych czy rewolucji technologicznej w dziedzinie informacji<sup>1</sup>. Globalizacja międzynarodowych rynków kapitałowych sprzyja tworzeniu wielopodmiotowych, powiązanych kapitałowo bądź organizacyjnie przedsiębiorstw, nazywanych w polskiej literaturze grupami kapitałowymi, a w literaturze zagranicznej częściej holdingami<sup>2</sup>.

Celem artykułu jest przedstawienie źródeł finansowania działalności grup kapitałowych ze szczególnym uwzględnieniem finansowania w ramach grupy. Przedstawiono klasyfikację, charakterystykę form finansowania działalności inwestycyjnej grupy kapitałowej. Wnioski dotyczą źródeł finansowania i korzyści z funkcjonowania w grupie kapitałowej wynikające z pozyskiwania kapitału.

---

<sup>1</sup> J. Toborek-Mazur,  *Holding jako podmiot rachunkowości*, Oficyna Wolter Kluwer business, Warszawa 2010, s. 9.

<sup>2</sup> Szerzej zob. E. Mioduchowska-Jaroszewicz,  *Analiza finansowa grupy kapitałowej* (w druku).

## 1. Klasyfikacja i charakterystyka tradycyjnych źródeł finansowania działalności grupy kapitałowej

Grupa kapitałowa to podmiot, który korzysta z tradycyjnych źródeł finansowania, ale złożoność podmiotu daje dodatkowe możliwości finansowania. Można wyróżnić następujące sposoby finansowania działalności gospodarczej:

- a) tradycyjny, polegający na tym, że spółki funkcjonujące w grupie kapitałowej pozyskują kapitał identycznie jak podmioty samodzielne;
- b) korporacyjne, polegające na korzystaniu z takich źródeł finansowania działalności, które są dostępne tylko spółkom funkcjonującym w ramach grupy kapitałowej.

Źródła finansowania działalności przedsiębiorstwa można tradycyjnie podzielić na cztery podstawowe grupy<sup>3</sup>:

- finansowanie własne zewnętrzne,
- samofinansowanie,
- finansowanie dłużne,
- finansowanie hybrydowe.

Finansowanie własne zewnętrzne jest związane z wniesieniem środków przez inwestorów (akcjonariuszy, udziałowców) na rzecz kapitałów własnych. W ramach tej formy finansowania można wyróżnić takie źródła, jak:

- wpłaty na kapitał podstawowy,
- kapitał pozyskany ze sprzedaży akcji powyżej wartości nominalnej, czyli agio,
- dopłaty inwestorów,
- venture capital.

Samofinansowanie polega na wykorzystaniu do finansowania działalności wygenerowanego zysku i amortyzacji odpisanej od posiadanych rzeczowych aktywów trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych.

Finansowanie dłużne, będące popularnym źródłem finansowania działalności, oznacza korzystanie z kredytu, pożyczki, emisji dłużnych papierów wartościowych lub kredytów kupieckich.

Finansowanie hybrydowe polega na kombinacji różnych form finansowania, ze szczególnym uwzględnieniem instrumentów tradycyjnych i derywatów. Oznacza

---

<sup>3</sup> J. Ostaszewski, *Źródła pozyskiwania kapitału przez spółkę akcyjną*, Difin, Warszawa 2000, s. 16.

to, że jedna z form finansowania może być zastąpiona inną formą. Najczęściej jest to zamiana finansowania dłużnego na finansowanie kapitałem własnym (zakup obligacji z prawem zakupu akcji emitenta obligacji). Przedstawione źródła finansowania działalności w grupie kapitałowej zestawiono tabeli 1<sup>4</sup>.

Tabela 1. Źródła finansowania działalności w grupie kapitałowej

Forma finansowania	Kwalifikacja prawno-ekonomiczna	Podmiot finansujący	Cechy charakterystyczne
Finansowanie własne zewnętrzne	Wpłaty na kapitał podstawowy	Inwestorzy (akcjonariusze/udziałowcy)	Kształtowanie kapitału podstawowego
	Agio	Akcjonariusze	Kształtowanie kapitału zapasowego – cena emisyjna akcji wyższa od ceny nominalnej
	Dopłaty do kapitału	Inwestorzy	Podwyższenie kapitału zapasowego
	Venture capital	Inwestorzy	Podwyższenie kapitału
Samofinansowanie	Kapitalizacja zysku	Walne zgromadzenie akcjonariuszy lub udziałowców	Podwyższenie kapitału zapasowego
	Amortyzacja	Jednostka gospodarcza	Koszt niestanowiący wydatku, zwiększenie środków pieniężnych na prowadzenie działalności gospodarczej
Finansowanie dłużne	Kredyty bankowe i pożyczki	Banki i inni wierzyciele	Zobowiązania w kwocie wymaganej zapłaty (kwota kredytu i odsetki do zapłaty)
	Emisja dłużnych papierów wartościowych	Różni wierzyciele	Zobowiązanie w wartości emisyjnej (wartość zaciągniętej pożyczki i odsetki od pozyskanych środków)
	Kredyty kupieckie	Dostawcy	Zobowiązania krótkoterminowe, najczęściej wyceniane w wartości dostawy (bez odsetek)
Finansowanie hybrydowe	Instrumenty finansowe o charakterze złożonym, np. obligacje zamienne na akcje	Różni wierzyciele	Zamiana finansowania dłużnego na finansowanie kapitałem własnym

Źródło: M. Remlein, *op.cit.*, s. 130.

<sup>4</sup> M. Remlein, *Inwestycje kapitałowe w polityce rachunkowości grupy kapitałowej*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2008, s. 129–130.

## 2. Finansowanie korporacyjne jako charakterystyczne źródło finansowania spółek funkcjonujących w grupie kapitałowej

Finansowanie korporacyjne działalności gospodarczej w ramach grupy kapitałowej możemy podzielić na<sup>5</sup>:

- a) wewnętrzne, w postaci zakupów udziałów przez jedną ze spółek w innej spółce z grupy lub udzielenia kredytu przez jedną ze spółek inne spółce w grupie;
- b) zewnętrzne, do którego dochodzi wtedy, gdy któraś ze spółek grupy pozyskuje kapitał spoza grupy kapitałowej.

Wymienione formy finansowania działalności grupy kapitałowej przedstawiono na rysunku 1.

Finansowanie wewnętrzne w grupie kapitałowej to podstawowy instrument zarządzania grupą kapitałową. Spółka-matka na podstawie swojej strategii globalnej i strategii finansowej dokonuje wyboru kierunków rozwoju grupy kapitałowej, w tym wyboru:

- a) udziałów nabywanych i odsprzedawanych w spółkach-córkach;
- b) poziomu zaangażowania w kapitał własny spółek-córek oraz poziomu wewnętrznego zasilania finansowego tych spółek w formie kapitału obcego;
- c) instrumentu finansowania danej spółki.

Jeżeli źródłem finansowania wewnętrznego jest spółka-matka, to w zależności od formy udostępnianego spółce-córce kapitału i sposobu jego przekazywania można wyróżnić cztery podstawowe możliwości finansowania w ramach grupy kapitałowej<sup>6</sup>:

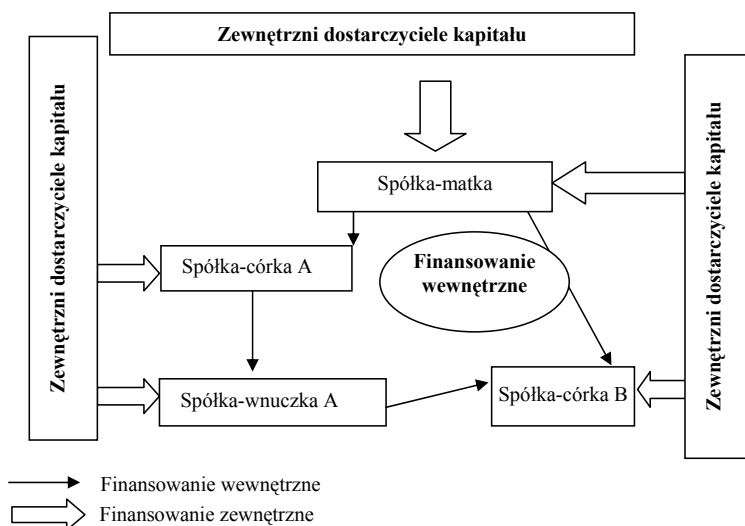
- a) kapitał własny pozostaje kapitałem własnym, na przykład przez podwyższenie kapitału własnego spółki-córki z kapitału własnego spółki-matki;
- b) kapitał własny staje się kapitałem obcym, na przykład przez udzielenie gwarancji spółce-córce z kapitału własnego spółki-matki;
- c) kapitał obcy staje się kapitałem własnym, na przykład przez zaciągnięcie kredytu przez spółkę-matkę w celu podwyższenia kapitału spółki-córki;

<sup>5</sup> W. Szumielewicz, *Cash management w grupach kapitałowych. Diagnozowanie, kształtowanie, ocena*, Difin, Warszawa 2009.

<sup>6</sup> W. Szumielewicz, *op.cit.*, s. 45.

- d) kapitał obcy pozostaje kapitałem obcym, na przykład przez zaciągnięcie kredytu przez spółkę-matkę i przekazanie go spółce-córce<sup>7</sup>.

Rysunek 1. Finansowanie działalności w grupie kapitałowej



Źródło: opracowanie własne na podstawie W. Szumielewicz, *op.cit.*, s. 45.

Z udziałami kapitałowymi spółki-matki w spółkach-córkach, czyli z pierwszą i trzecią z wymienionych możliwości finansowania w ramach grupy kapitałowej, związana jest konieczność określenia polityki podziału zysku spółek w formie wypłaty dywidendy spółce-matce (i innym właścicielom akcji lub udziałów w danej spółce) lub pozostawienia go w danej spółce<sup>8</sup>.

Analogiczne opcje mogą być rozważane wówczas, gdy dana spółka-córka jest finansowana przez inną spółkę z grupy. Zakładając, że spółka-córka może finansować

<sup>7</sup> M.R. Theisen, *Der Konzern. Betriebswirtschaftliche und rechtliche Grundlagen der Konzernunternehmung*, Schaffer-Poeschel Verlag, Stuttgart 2000, za W. Szumielewicz, *op.cit.*, s. 46.

<sup>8</sup> Szerzej zob. M.R. Theisen, *Der Konzern...*, s. 476–479; B. Pellens, A. Bonse, *Die Inneenfinanzierung und die Gewinnverwendung*, M.R. Theisen, *Finanzierungsgesellschaften*, w: *Handbuch der Konzernfinanzierung*, red. M. Lutter, E. Scheffler, U.H. Schneider, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln 1998, s. 385–387; W. Szumielewicz, *op.cit.*, s. 45.

wać działalność innych spółek, może dojść do efektu piramidy kapitału własnego w grupie kapitałowej. Przejawia się on w tym, że uzyskiwana przez spółkę-matkę kontrola nad spółkami niższymi szczebli jest ponadproporcjonalna w stosunku do jej zaangażowania<sup>9</sup>.

Finansowanie zewnętrzne w grupie kapitałowej oznacza pozyskiwanie przez jej spółki kapitału spoza grupy. Można tu mówić o tradycyjnych formach finansowania samodzielnych spółek. W takiej formie finansowania powstaje problem z określeniem swobody spółek grupy w pozyskiwaniu przez nie finansowania zewnętrznego. W niektórych grupach kapitałowych finansowanie zewnętrzne jest organizowane przez spółkę-matkę lub za pomocą wydzielonej w tym celu spółki finansowej. Centralizacja kompetencji decyzyjnych na poziomie grupy kapitałowej jest zgodna z oczekiwaniami zewnętrznych dostawców kapitału, dążących do oceny swojego ryzyka uwzględniającego powiązania kapitałowe między spółkami wynikające z ich przynależności do grupy kapitałowej<sup>10</sup>.

Aby osiągnąć efekt piramidy kapitału własnego, założono, że poszczególne spółki będą samodzielnie, mając do dyspozycji kapitał własny, zaciągać zobowiązania kredytowe poza grupą. Taka sytuacja może spowodować, że ten sam kapitał będzie wielokrotnie wykorzystany w różnych procesach kredytowych, aż powstanie tak zwany efekt piramidy kredytowej. Jest to niebezpieczne nie tylko dla wierzycieli, ale również dla właścicieli podmiotu, ponieważ grozi niewypłacalnością w wyniku źle oszacowanego ryzyka związanego z zaciąganiem zadłużeniem<sup>11</sup>.

### **3. Specyficzne źródła finansowania grupy kapitałowej wynikające ze stopnia centralizacji kompetencji decyzyjnych**

W literaturze ekonomicznej wymienia się również podział źródeł finansowania inwestycji w grupie kapitałowej ze względu na stopień centralizacji związanych z nim kompetencji decyzyjnych na<sup>12</sup>:

<sup>9</sup> M.R. Theisen, *Der Konzern...*, s. 460.

<sup>10</sup> W. Szumielewicz, *op.cit.*, s. 45.

<sup>11</sup> *Ibidem*, s. 46.

<sup>12</sup> M. Trocki, *Grupy kapitałowe. Tworzenie i funkcjonowanie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 222.

- zdecentralizowane,
- scentralizowane (zcentralizowane – *sic!*)<sup>13</sup>,
- częściowo scentralizowane,
- mieszane<sup>14</sup>.

Finansowanie zdecentralizowane występuje w przypadku, gdy każda jednostka funkcjonująca w ramach grupy kapitałowej jest odrębnym dłużnikiem, biorącym na siebie ciężar zabezpieczenia i spłaty długu. Autonomiczne finansowanie powoduje, że nie ma efektu synergii finansowej, a tym samym efekt finansowania jest mniejszy (mniejsza kwota pozyskanego kapitału)<sup>15</sup>. W tej formie finansowania ograniczone są kompetencje decyzyjne spółki-matki wyłącznie do określenia poziomu jej zaangażowania kapitałowego w daną spółkę-córkę (i do decydowania o podziale jej zysku). Spółka-matka nadzoruje wynik finansowania za pomocą kodeksowych narzędzi nadzoru właścicielskiego i na podstawie okresowo przesyłanych przez spółkę-córkę raportów finansowych. Zaletą finansowania zdecentralizowanego jest jego silne powiązanie z rozwojem danej spółki. Taki sposób organizacji finansowania może jednak ograniczać osiąganie przez grupę korzyści z tytułu współpracy spółek w tej dziedzinie<sup>16</sup>. Sposób finansowania zdecentralizowanego przedstawiono na rysunku 2.

Finansowanie scentralizowane polega na wykorzystaniu w działalności inwestycyjnej jednej jednostki grupy wolnych środków finansowych innej jednostki tej samej grupy. W praktyce gospodarczej najczęściej silniejsza jednostka w grupie, mająca lepszą zdolność kredytową, zadłuża się poza grupą, a uzyskany kredyt przekazuje jednostce „słabszej” pod względem zdolności kredytowej<sup>17</sup>. Ten rodzaj finansowania oznacza również, że wszelkie decyzje dotyczące finansowania w grupie są podejmowane przez spółkę-matkę. To ona, oprócz określenia poziomu swojego zaangażowania kapitałowego w daną spółkę, decyduje o wykorzystaniu innych form finansowania wewnętrznego niż udziały kapitałowe w danych spółkach-córkach, określa strukturę kapitału poszczególnych spółek oraz pozyskuje kapitał spoza grupy i decyduje o dostępie spółek do niego. Centralizacja finansowania ma na celu

<sup>13</sup> W pracy W. Szumielewicz, *op.cit.* użyto nazwę finansowanie „zcentralizowane”.

<sup>14</sup> *Ibidem*, s. 48.

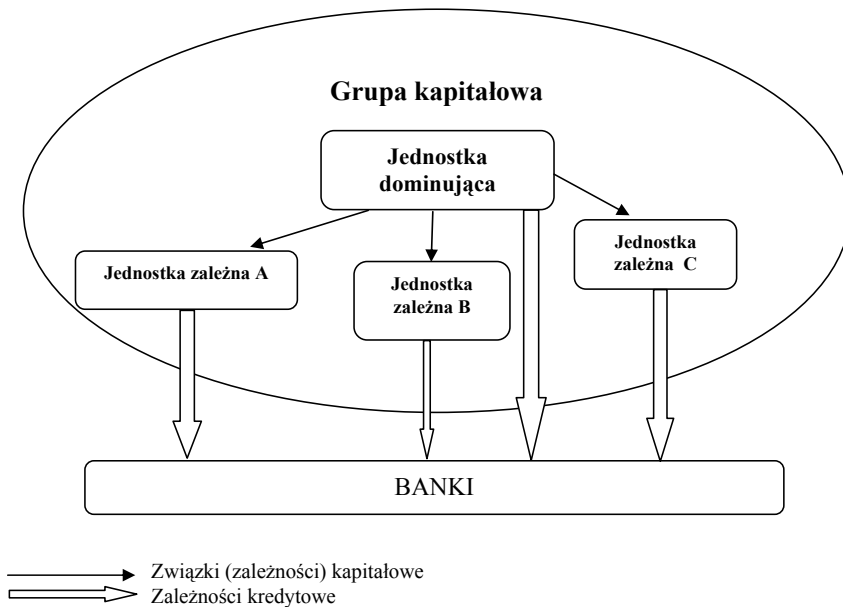
<sup>15</sup> M. Remlein, *op.cit.*, s. 131.

<sup>16</sup> W. Szumielewicz, *op.cit.*, s. 48.

<sup>17</sup> M. Remlein, *op.cit.*, s. 131.

maksymalizację korzyści wynikających ze współpracy spółek w tym samym zakresie, których miarą są koszty kapitału zaangażowanego w działania grupy. Oznacza to bardzo silne wzmocnienie nadzoru właścicielskiego spółki-matki nad spółkami-córkami. Wywołuje również niebezpieczeństwo znacznego przyrostu kosztów realizacji procesów związanych z finansowaniem w grupie kapitałowej wynikającego z kompleksowości podejmowanych na poziomie centralnym decyzji oraz niebezpieczeństwo ignorowania zgłaszanych przez niektóre spółki potrzeb finansowych<sup>18</sup>. Sposób finansowania scentralizowanego schematycznie przedstawiono na rysunku 3.

Rysunek 2. Zdecentralizowane finansowanie działalności inwestycyjnej w grupie kapitałowej



Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Remlein, *op.cit.*, s. 131.

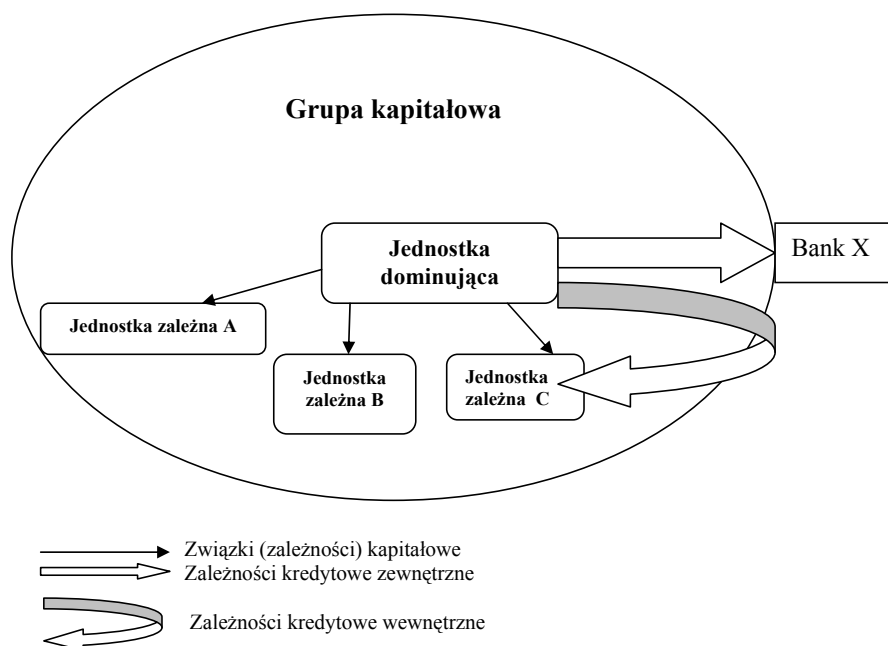
Finansowanie scentralizowane może być częściowo scentralizowane – wtedy spółka zainteresowana pozyskiwaniem kapitału sama występuje o nie, natomiast rola pozostałych spółek z grupy polega na udzieleniu gwarancji i poręczeń kredytu.

<sup>18</sup> W. Szumielewicz, *op.cit.*, s. 48.



towych<sup>19</sup>. Sposób finansowania częściowo scentralizowanego przedstawiono na rysunku 4.

Rysunek 3. Scentralizowane finansowanie działalności inwestycyjnej w grupie kapitałowej



Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Remlein, *op.cit.*, s. 132.

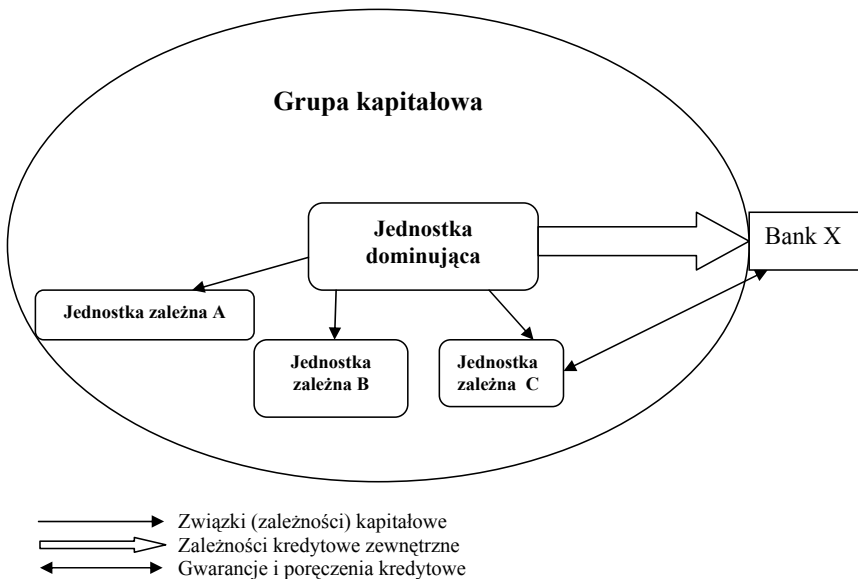
Finansowanie mieszane charakteryzuje się współdecydowaniem spółki-matki i spółki-córki o finansowaniu spółki-córki. Zapotrzebowanie na finansowanie spółek-córek jest określone przez nie samodzielnie, jednak każda taka decyzja musi być poprzedzona akceptacją spółki-matki sposobów pokrycia jej zapotrzebowania na finansowanie z punktu widzenia celów gospodarczych grupy. W tym sposobie finansowania można wydzielić spółkę finansową odpowiadającą za finansowanie w grupie kapitałowej. M.R. Theisen wyróżnia dwa rodzaje takich spółek<sup>20</sup>:

<sup>19</sup> M. Remlein, *op.cit.*, s. 131.

<sup>20</sup> M.R. Theisen, *Finanzierungsgesellschaften...*, s. 139.

- a) spółkę finansującą inne spółki z grupy wyłącznie w formie kapitału obcego; powstaje spółka zależna od spółki-matki, która sama nie ma udziałów w innych spółkach; jej kapitał często nie przekracza minimalnego poziomu koniecznego do utworzenia spółki kapitałowej, a zdolność kredytowa gwarantuje jej spółka-matka; celem istnienia tej spółki jest pozyskiwanie kapitału i dystrybucja między spółkami grupy;
- b) spółkę finansującą inne spółki grupy w formie kapitału obcego i własnego; jest to również spółka zależna od spółki-matki, jednak dochodzi do przeniesienia do niej udziałów spółki-matki w innych spółkach, z czym wiąże się także przejęcie przez tę spółkę od spółki-matki części zadań związanych z zarządzaniem grupą kapitałową.

Rysunek 4. Częściowo centralizowane finansowanie działalności inwestycyjnej w grupie kapitałowej



Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Remlein, *op.cit.*, s. 133.

Spółki finansowe istnieją najczęściej w grupach kapitałowych o międzynarodowym zasięgu, a celem ich powstania jest<sup>21</sup>:

- a) minimalizacja kosztu kapitału;
- b) uporządkowanie podziału kompetencji w zakresie finansowania w grupie;
- c) minimalizacja kosztów pozyskiwania kapitału i jego wykorzystania dzięki efektom skali;
- d) specjalizacja służb odpowiedzialnych za finansowanie w grupie;
- e) wykorzystanie przewagi konkurencyjnej związanej z lokalizacją spółki finansowej w danym kraju, co może wynikać z lokalnych regulacji prawnych, dostępu do rynków finansowych, niższych kosztów osobowych i administracyjnych;
- f) minimalizacja podatków płaconych przez grupę kapitałową, będąca konsekwencją decyzji dotyczących finansowania w grupie.

Kompetencje tworzonych w strukturze spółki-matki jednostek organizacyjnych odpowiedzialnych za finansowanie działalności grupy kapitałowej i spółek finansowych początkowo ograniczają się do kompetencji związanych z finansowaniem w grupie kapitałowej. W kolejnych latach funkcjonowania kompetencje są często rozbudowane o zarządzanie podatkami i skarbem w grupie<sup>22</sup>.

## Wnioski

Jednym z motywów wiązania się przedsiębiorstw w grupy kapitałowe jest zwiększenie możliwości pozyskania kapitału. Przedstawiona charakterystyka różnych typów finansowania działalności inwestycyjnej przez grupy kapitałowe potwierdza tylko tezę, że spółki powiązane kapitałowo mogą korzystać z szerszej gamy źródeł finansowania niż samodzielne jednostki. Działanie w grupie daje takie dodatkowe atuty, jak obniżenie ryzyka finansowego, zmniejszenie kosztu kapitału i zwiększone możliwości finansowania inwestycji przewyższające możliwości finansowe pojedynczej spółki.

<sup>21</sup> *Ibidem*, s. 721–730.

<sup>22</sup> W. Szumielewicz, *op.cit.*, s. 79–80.

## SOURCES OF FUNDING OF CAPITAL GROUP

### Summary

The aim of this paper was to present sources of funding for the group. Capital Group as a specific form is able to finance activities in the traditional way and the only one that shows the relationship of the capital called-corporate financing. Corporate Financing is one of the motives of companies committing to the equity group.

*Translated by Edyta Mioduchowska-Jaroszewicz*