

**Romuald N. Hanisz**

Katedra Ekonomii i Finansów

Wyższa Szkoła Biznesu w Dąbrowie Górniczej

## **Aktywna strategia finansowania warunkiem realności strategii przedsiębiorstwa w warunkach niepewności**

### **Wstęp**

Myślą przewodnią opracowania jest teza, że w warunkach wzrostu ogólnej niepewności, pogłębiającej się w Europie recesji, funkcjonowanie polskich przedsiębiorstw w znacznym stopniu zależy od przyjętej strategii finansowania, będącej ważnym elementem strategii przedsiębiorstwa. Spadek dostępności przedsiębiorstw do kredytu bankowego wymusza zmianę metod pozyskania środków finansowych. Ażeby trwać i rozwijać się, przedsiębiorstwa muszą uaktywnić strategię finansowania i w większym zakresie bazować na niekonwencjonalnych źródłach finansowania.

### **Istota strategii finansowania przedsiębiorstw**

W warunkach wzrostu ogólnej niepewności, zmniejszającej się aktywności gospodarczej, spadku dostępności kredytów, szczególnego znaczenia nabiera zarządzanie finansami, polegające na podejmowaniu odważnych decyzji dotyczących sposobów pozyskania kapitału pieniężnego jak również kierunków wydatkowania zgromadzonych zasobów [Korenik D., Korenik S. 2004]. Jest ono uzależnione od decyzji gospodarczych i finansowych właścicieli oraz kierownictw przedsiębiorstw, ale w sytuacjach kryzysowych w dużej mierze kształtowane jest przez podmioty rynku finansowego posiadające nadwyżkę środków pieniężnych. Każde przedsiębiorstwo potrzebuje pieniędzy, aby trwać i przetrwać. Brak środków finansowych – utrata płynności finansowej – jest najczęściej główną przyczyną zaprzestania działalności przez przedsiębiorstwa bez względu na ich wielkość i formę prawną [Davies 1997, Woźniak, Domagalski 2009]. W szybko zmieniającym się otoczeniu osiągnię-

cie wytyczonego celu zależy od przyjętej strategii finansowej. To ona decyduje o źródłach finansowania, strukturze kapitałowej, strukturze zobowiązań i aktywów oraz o możliwościach dotyczących finansowania podejmowanych działań zarówno bieżących, jak i rozwojowych [Wilimowska, Wilimowski 2001, Krajewski 2006]. Tak jak zarządzanie finansami jest głównym elementem systemu decyzyjnego zarządzania przedsiębiorstwem, tak strategia finansowa powinna być nadrzędnym elementem strategii jego rozwoju [Zadora 2004, Hanisz 2008]. Istotnym elementem i składnikiem strategii finansowej jest strategia finansowania. Zakłada ona przyjęcie określonej kompozycji źródeł finansowania majątku w sposób stwarzający podstawę do realizacji strategicznego celu przedsiębiorstwa [Tokarski 2006]. Cel ten – w dużej mierze uzależniony od formy organizacyjno-prawnej, wartości majątku i warunków zewnętrznych – powinien być przełożony na cele bardziej szczegółowe, tj. rentowność, płynność i pewność działania [Karpus 2007, Wawryszczuk-Misztal 2007]. Są to filary, na których powinna opierać się strategia każdego przedsiębiorstwa, w tym strategia finansowania. Strategia ta – polegająca na podejmowaniu decyzji, skąd i w jaki sposób pozyskać środki pieniężne – będzie decydować w najbliższym czasie o dalszych losach przedsiębiorstw: bankructwie, przetrwaniu czy też utrzymaniu stabilnego wzrostu przychodów i dochodów.

## **Czynniki wpływające na pozyskanie kapitału w warunkach spadku dostępności kredytu**

Na procesy związane z pozyskiwaniem kapitału wpływa wiele czynników zarówno wewnętrznych, jak i zewnętrznych [Ickiewicz 2004, Łukasik 1998]. W okresie pogorszenia warunków funkcjonowania przedsiębiorstw strategia finansowania w dużej mierze kształtowana jest przez czynniki zewnętrzne, zachowanie podmiotów rynku finansowego – pożyczkodawców i inwestorów zewnętrznych, którymi mogą być banki komercyjne oraz inne podmioty rynku finansowego i niefinansowego posiadające nadwyżkę środków finansowych.

Wpływ warunków zewnętrznych na poszczególne przedsiębiorstwa jest zróżnicowany i zależy w dużej mierze od: formy prawnej przedsiębiorstwa (własność jednoosobowa, spółka wg prawa cywilnego, spółka prawa handlowego), rodzaju i rozmiarów prowadzonej działalności, sytuacji finansowej i źródeł zasilania finansowego. Rosnąca niepewność w działalności wszystkich podmiotów gospodarczych oraz związane z nią ryzyko powoduje, że możliwości pozyskiwania przez nie kapitału są coraz trudniejsze. Obecny kryzys finansowy unaoczniał, że bazowanie na klasycznym źródle finansowania zewnętrznego, jakim jest kre-

dyt bankowy, rodzi poważne perturbacje w finansowaniu nie tylko działalności rozwojowej, ale również w zakresie utrzymania bieżącej płynności finansowej. Jeszcze w I połowie 2008 roku – przed wybuchem obecnego kryzysu finansowego – polskie przedsiębiorstwa nie przywiązywały dużej wagi do zagadnienia płynności finansowej. Zakładały w swojej strategii, że gospodarka europejska, w tym polska, będzie się pomyślnie rozwijać i przedsiębiorstwa automatycznie będą uzyskiwać środki płynne ze sprzedaży swoich towarów/usług, a w razie konieczności zaciągną kredyt w banku. W przypadku spółek giełdowych istniała możliwość uzyskania środków finansowych przez emisję dodatkowych akcji. Wiele mniejszych spółek skorzystało z okazji pozyskiwania środków na New-Connect. Aktywna polityka banków w zakresie udzielania kredytów dla wszystkich segmentów rynku, uspiła czujność przedsiębiorstw. Obroty na rynku factoringowym były skromne – około 11 mld PLN [Ostrowska 2009]. Z możliwości plasowania na rynku dłużnych papierów wartościowych korzystało niewielu emitentów, głównie liczące się w Polsce przedsiębiorstwa. Do niedawna nie dopuszczano w ogóle myśli, że sytuacja finansowa przedsiębiorstwa może się na tyle pogorszyć, iż w ocenie banku nie będzie ono miało zdolności kredytowej.

Upadek 15 września 2008 roku Lehman Brothers, jednego z największych banków inwestycyjnych, spowodował kryzys zaufania, a tym samym poważne zmiany w mentalności bankowców oraz postępowania banków i innych podmiotów rynku finansowego w zakresie zasilania gospodarki w pieniądź. Banki obawiając się, że ich dotychczasowi solidni partnerzy z sektora bankowego mogą również upaść, przestały sobie pożyczać pieniądze. Rynek międzybankowy został sparaliżowany. W poważny sposób utrudniło to zarządzanie płynnością finansową banków, a tym samym zmusiło je do zmniejszenia podaży kredytów. Kryzys zaufania banków wobec siebie spowodował z kolei nieufność społeczeństwa do banków, banków do przedsiębiorstw, przedsiębiorstw wobec siebie. Recesja w największych krajach świata i zmniejszające się od IV kwartału 2008 roku tempo wzrostu gospodarczego w Polsce pogłębiło niepokój banków w zakresie zdolności kredytowej przedsiębiorstw. W obawie przed negatywnymi skutkami finansowymi działalności kredytowej banki zaostrzyły kryteria udzielania kredytu oraz podniosły marże kredytowe i wymagania w zakresie zabezpieczenia spłaty kredytu. Niekorzystne zmiany w polityce kredytowej wynikają z bardzo wysokiej niepewności co do przyszłego stanu koniunktury, która utrudnia bankom poprawną wycenę ryzyka kredytowego. Część banków musiała ograniczyć wielkość akcji kredytowej z powodu nasilających się ograniczeń kapitałowych i pogorszenia wskaźnika wypłacalności [Gastomski 2009].

Rokowania w zakresie kredytowania działalności przez banki na 2009 rok nie są optymistyczne. Przedsiębiorstwa zostały zasilone w 2008 roku przez sektor

bankowy kredytami na ogólną kwotę 223 mld PLN, co stanowiło 37,5% ogółem udzielonych kredytów. Banki komercyjne udzieliły kredytów na kwotę 205,9 mld PLN, w tym na działalność bieżącą 101,3 mld PLN, na inwestycje 60 mld PLN i na nieruchomości 44,5 mld PLN [UKNF 2009]. Przewiduje się, że połowa z tego może być odnowiona, ale niekoniecznie. Potrzebne będzie podjęcie decyzji kredytowych na około 110 mld PLN w odniesieniu do kredytów podlegających odnawianiu. Żeby utrzymać zakładane tempo wzrostu PKB, potrzebny jest dalszy wzrost kredytów dla przedsiębiorstw. W sumie pula tego typu decyzji kredytowych może zamknąć się kwotą około 140 mld zł [Gomułka 2009]. Według Morawieckiego, prezesa BZ WBK, o ile już dzisiaj „o kredyty jest trudno, to za pół roku będzie jeszcze trudniej. Pozycja kapitałowa banków będzie jeszcze słabsza. Pieniądz i kapitał już wkrótce będą dobrem rzadkim” [Morawiecki 2009]. Optymizmem nie nastroja wypowiedź prezesa Narodowego Banku Polskiego S. Skrzypka: „dociera do nas coraz więcej sygnałów o słabnącej akcji kredytowej. Dynamiki roczne są jeszcze dodatnie, ale z miesiąca na miesiąc sytuacja się pogarsza i możliwe, że w kolejnych miesiącach dynamiki roczne mogą być bliskie zera...” [Więclaw, Kuk 2009]. Ograniczaniu kredytowania towarzyszy często wzrost ceny kredytu. Pomimo kolejnych obniżek stóp przez Radę Polityki Pieniężnej i zasilania banków w pieniądź przez NBP, koszt kredytu wzrasta, ponieważ banki podnoszą marże. Obok wysokich marż kredytowych bankowcy wprowadzają nowe opłaty za dotychczas darmowe usługi [Krześniak 2009]. Banki wolą nadmiar gotówki przeznaczyć na zakup skarbowych papierów wartościowych i bonów pieniężnych NBP niż na kredytowanie przedsiębiorstw. Na koniec 2008 roku banki komercyjne posiadały skarbowe papiery wartościowe na kwotę 105,6 mld PLN [UKNF 2009], a na koniec lutego 2009 roku – 138,6 mld PLN – 33% wyemitowanych [Rutkowski 2009, Nowakowska 2009].

Biorąc pod uwagę postawę banków w zakresie kredytowania przedsiębiorstw, powinny one korzystać w większym zakresie ze wszystkich źródeł finansowania, jakie oferuje polski i międzynarodowy rynek finansowy. Można postawić tezę, że przedsiębiorstwa powinny zmienić strategię finansowania – pozyskiwania środków pieniężnych – na aktywną. W większym zakresie bazować na niekonwencjonalnych źródłach i formach finansowania: factoringu, leasingu finansowym, sekurytyzacji, środkach z programów Unii Europejskiej, kredytach Europejskiego Banku Inwestycyjnego itp. [Hanisz 2006]. Największe nadzieje w zakresie możliwości pozyskiwania środków finansowych przez przedsiębiorstwa należy wiązać z emisją dłużnych papierów wartościowych.

## **Emisja dłużnych papierów wartościowych – niedoceniona metoda zaspokojenia potrzeb pożyczkowych przedsiębiorstw**

Przedsiębiorstwa muszą wyciągnąć wnioski z obecnej sytuacji i nie dać się zaskoczyć bankom w przyszłości. Jako jedną z liczących się metod pokrycia braków kapitału trzeba uznać emisję dłużnych instrumentów finansowych, przez które należy rozumieć kontrakty określające warunki i zasady, na jakich dochodzi do transferu funduszy o charakterze pożyczkowym [Gradoń 2006]. Walory te reprezentują określone prawa przysługujące jego posiadaczowi i rodzą zobowiązania po stronie emitenta. Pozwalają one przedsiębiorstwom pozyskiwać fundusze pieniężne bezpośrednio z rynku finansowego, częściowo eliminując tym samym kosztownego pośrednika na linii pożyczkodawca-pożyczkobiorca, jakim jest bank komercyjny. Popularność tej metody pozyskiwania środków w krajach wysoko rozwiniętych wynika między innymi z faktu, że koszty obsługi tej pożyczki mogą być niższe niż w przypadku banków komercyjnych. Banki te oprócz kosztów pozyskania pieniędzy (depozytów) muszą utworzyć wymagane prawem rezerwy obowiązkowe, rezerwy na niespłacone kredyty, pokryć koszty swojej działalności i wypracować odpowiednio wysoki zysk dla właścicieli. Bank jako kredytodawca ponosi ryzyko kredytowe i w związku z tym musi posiadać na odpowiednio wysokim poziomie fundusze własne. W przypadku emisji dłużnych papierów wartościowych pożyczkobiorca zwraca się bezpośrednio do właścicieli wolnych zasobów. Emitent, organizując emisję, może korzystać z usług banku komercyjnego lub firmy inwestycyjnej, ale ryzyko kredytowe ponosi inwestor lub gwarant emisji.

Wartość zadłużenia polskich przedsiębiorstw z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych jest niska – stanowi około 3% PKB. Zadłużenie przedsiębiorstw tylko z tytułu emisji obligacji kształtuje się w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i we Francji na poziomie 25%, we Włoszech 12%, a w Niemczech 6% PKB [Mazurek 2008]. Stosunkowo łagodna polityka kredytowa banków nie zachęcała do emisji dłużnych papierów wartościowych. Wartość dłużnych papierów wartościowych nieskarbowych ogółem wyemitowanych w Polsce przez przedsiębiorstwa, banki i jednostki samorządu terytorialnego na koniec III kwartału 2008 roku wynosiła 46,7 mld PLN, w tym przedsiębiorstw 30,0 mld PLN, podczas gdy na koniec III kwartału 2006 roku wartości te wynosiły odpowiednio 29,3 i 20,0 mld PLN (tab. 1).

**Tabela 1**

Rynek dłużnych papierów wartościowych (DPW) przedsiębiorstw w Polsce w latach 2006–2008 (mld PLN)

Wyszczególnienie	III kw. 2006	III kw. 2007	IV kw. 2007	III kw. 2008
1	2	3	4	5
1. Wartość rynku DPW ogółem – dynamika (3:2) – dynamika w skali roku (5:3) – dynamika w skali 2 lat (5:2)	29,366	35,330 120,31%	42,592	46,736 132,28% 159,15%
2. Dłużne papiery wartościowe przedsiębiorstw – dynamika (3:2) – dynamika w skali roku (5:3) – dynamika w skali 2 lat (5:2)	20,013	23,355 116,70%	28,628	30,043 128,64% 150,12%
2.1. Krótkoterminowe papiery dłużne – dynamika (3:2) – dynamika w skali roku (5:3) – dynamika w skali 2 lat (5:2)	10,888	12,402 113,90%	13,757	14,903 120,17% 136,87%
2.2. Obligacje przedsiębiorstw – dynamika (3:2) – dynamika w skali roku (5:3) – dynamika w skali 2 lat (5:2)	9,125	10,953 120,03%	14,871	15,140 138,23% 165,92%

Źródło: Fitch Polska S.A.: Przelomowy 2007 rok na rynku nieskarbowych papierów dłużnych w Polsce; Rynek nieskarbowych papierów dłużnych w Polsce III kwartał 2008 roku; [www.fitchpolska.com.pl](http://www.fitchpolska.com.pl)

Wysoki wzrost obrotów na rynku dłużnych papierów wartościowych widoczny jest od III kwartału 2007 roku. Wartość rynku ogółem wzrosła o 32,3%, w tym przedsiębiorstw o 28,6%. Szybszy wzrost wartości rynku ogółem jest zasługą zwiększonej emisji obligacji bankowych (przyrost o 53,8%). Na koniec III kwartału 2008 roku udział dłużnych papierów wartościowych przedsiębiorstw stanowił 64,3% wszystkich dłużnych papierów wartościowych, podczas gdy w tym samym okresie 2006 roku wynosił 68,1%, a w 2007 roku 66,1%. Analizując strukturę dłużnych papierów wartościowych przedsiębiorstw zauważa się znacznie szybsze tempo przyrostu wyemitowanych obligacji niż krótkoterminowych papierów dłużnych (KPD) – odpowiednio 65,9 i 36,9%. Głównymi organizatorami emisji dłużnych papierów wartościowych na koniec III kwartału 2008 roku były: Bank Pekao S.A., BRE Bank S.A., CityHandlowy S.A., ING Bank Śląski S.A. Wśród emitentów największy udział na rynku KPD miał Bank Handlowy S.A. – 28,9% zadłużenia. Głównymi nabywcami dłużnych papierów wartościowych przedsiębiorstw były przedsiębiorstwa – 38,5%, banki – 24% i fundusze inwestycyjne. Przedsiębiorstwa były też głównym nabywcą KPD; ich

udział wynosił aż 59,4%, podczas gdy banków 18,1% [Fitch Polska – 2008]. Odmienna sytuacja była w zakresie obligacji przedsiębiorstw; udział przedsiębiorstw wynosił 26,9%, podczas gdy banków – 27,1%, funduszy inwestycyjnych 20%, funduszy emerytalnych 9,6%.

Sytuacja na rynku dłużnych papierów wartościowych przedsiębiorstw uległa zmianie w ciągu IV kwartału 2008 i pierwszych miesięcy 2009 roku. Nastąpił spadek zadłużenia z tytułu emisji krótkoterminowych papierów dłużnych i obligacji do kwoty 24,43 mld PLN. Na koniec lutego 2009 roku zadłużenie z tytułu emisji KPD wyniosło 12,978 mld PLN, a obligacji 11,455 mld PLN [Ostrowska 2009]. Zmieniła się również struktura zadłużenia. Po raz pierwszy udział zadłużenia z tytułu emisji KPD był większy niż z tytułu obligacji i wynosił 53,11%. Największy udział jako organizator emisji (według kwot zadłużenia) na rynku KPD miały CityHandlowy S.A. – 28,47%, ING BSK – 23,2%, BRE Bank i PeKaO S.A. po 11,8%. W przypadku obligacji przedsiębiorstw głównymi organizatorami emisji były: PeKaO S.A. – 39% zadłużenia, BRE Bank – 24,3% i ING BSK – 17,2%. Zasadniczy wpływ na większy udział KPD na rynku dłużnych papierów wartościowych miała ich emisja. Wartość emisji KPD wyniosła 7,1 mld PLN, podczas gdy obligacji przedsiębiorstw tylko 31 mln PLN (emisja obligacji banków wyniosła tylko 5 mln PLN). Preferowanie emisji KPD przez organizatorów i emitentów jest zrozumiałe. W warunkach spadającego tempa wzrostu PKB w Polsce, pogłębiającej się recesji w Europie Zachodniej oraz trudności w ocenie ryzyka kredytowego nabywcy preferują inwestycje krótkoterminowe.

## **Emisja krótkoterminowych papierów wartościowych – przyszłościowa metoda pozyskiwania środków finansowych przez przedsiębiorstwa**

Pozyskiwanie środków przez emisję dłużnych papierów wartościowych nie może być alternatywą kredytu bankowego (coś co można wybrać zamiast czegoś innego), ale jednym z wielu sposobów pozyskiwania środków finansowych, szczególnie dla przedsiębiorstw średnich. Banki ograniczają akcję kredytową dla przedsiębiorstw z powodu wysokiego kosztu pieniądza, tym bardziej, że relacja kredytów do depozytów jest w polskim sektorze bardzo wysoka – wynosi 116% [Kuk 2009]. Banki wolą ograniczyć kredytowanie przedsiębiorstw i poszukać produktów wysokomarżowych. Zmieniając strukturę kredytów, banki będą chciały poprawić sobie wyniki finansowe.

Zmiana strategii finansowania przez przedsiębiorstwa jest konieczna i będzie w przyszłości korzystna zarówno dla nich, jak i banków. Banki udzielając kre-

dytu ponoszą ryzyko kredytowe, które w warunkach ogólnej niepewności ma tendencję rosnącą. Wymóg kapitałowy z tytułu ryzyka kredytowego wyniósł w 2007 roku 94,3% całkowitego wymogu kapitałowego, podczas gdy w 2003 roku – 85,9% [GINB 2005, 2008]. Zmniejszone dochody z tytułu kredytów dla przedsiębiorstw banki zrekompensują sobie organizując emisję papierów wartościowych. Bardzo rzadko przedsiębiorstwa same organizują emisję. Wyřęczają je banki komercyjne, które mają duże doświadczenia w tym zakresie. Ponadto, zlecając bankowi czynności związane z emisją i obrotem na rynku wtórnym, mają gwarancję fachowego przygotowania i korzystnego plasowania emisji na rynku. Banki obok funkcji organizatora i agenta emisji są na ogół depozytariuszami papierów wartościowych, agentami płatniczymi i gwarantami emisji – pobierając za wszystkie usługi stosowną prowizję.

Korzyści przedsiębiorstw – emitentów – z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych są wielorakie. Do najważniejszych można zaliczyć:

- zróżnicowanie źródeł finansowania działalności – dywersyfikacja pożyczkodawców; bank komercyjny nie będzie monopolistą;
- dopasowanie wielkości emisji i terminów wymagalności do potrzeb przedsiębiorstwa;
- dowolny cel wykorzystania środków uzyskanych z emisji;
- brak konieczności ustanowienia zabezpieczenia zwrotu pożyczonych środków. Na ogół gwarancję spłaty długu stanowi jego płynność oraz zdolność do generowania przychodów oraz dochodów;
- możliwość pozyskania znacznych środków finansowych na dłuższe terminy w przypadku emisji obligacji;
- możliwość rolowania długu;
- możliwość pozyskania środków finansowych po niższym koszcie niż w przypadku kredytu bankowego;
- efekt marketingowy.

Oprócz wielu zalet z emisją tych papierów wiążą się pewne wady. Do najważniejszych należy zaliczyć:

- konieczność zgromadzenia określonych środków finansowych na termin wymagalności (wykupu). Przedsiębiorstwa-emitenci mogą jednak zmniejszyć ryzyko płynności przez rolowanie lub/i kredyt akceptacyjny;
- brak możliwości zmiany terminu wymagalności (wykupu) jak w przypadku kredytu bankowego.

Dłużne papiery wartościowe obok funkcji pożyczkowej, mogą pełnić również funkcję płatniczą, obiegową, gwarancyjną i lokacyjną (inwestycyjną). Szczególnie ważna jest ta ostatnia. Wyższa rentowność dłużnych papierów wartościowych przedsiębiorstw niż lokat bankowych, stopy depozytowej NBP oraz



skarbowych papierów wartościowych zachęca różnych inwestorów posiadających nadwyżkę środków finansowych do ich zakupu.

Dyskusyjnym problemem, przed którym obecnie stoją polskie przedsiębiorstwa, jest wybór odpowiedniego papieru wartościowego: obligacje czy/i krótkoterminowe papiery dłużne – KPD? Z emisją obligacji wiąże się wiele korzyści: podstawa prawna – ustawa o obligacjach, zapewnienie środków finansowych na terminy powyżej roku, możliwość wyboru charakteru emisji (publiczna lub niepubliczna) i sposobu generowania dochodu [Łukasik 2007]. Biorąc pod uwagę dużą niepewność co do przyszłego stanu koniunktury, obligacje obciążone są stosunkowo dużym ryzykiem kredytowym. Nie wszyscy emitenci mają takie możliwości spłaty długu jak Katowicki Holding Węglowy, który planuje wyemitować obligacje na kwotę 900 mln PLN, potocznie nazwane „węglowymi”, ponieważ będą mogły być spłacone gotówką lub/i węglem. Znacznie mniejszym ryzykiem kredytowym charakteryzują się krótkoterminowe papiery dłużne. Cechują się krótkim terminem wykupu (od 7 do 365 dni), przy czym najczęściej emituje się papiery o terminach zapadalności do 3 miesięcy. Przeważają papiery o niskim nominale, dostępne nawet dla małych przedsiębiorstw i osób prywatnych. Koszty organizacji emisji i plasowania KPD są mniejsze niż w przypadku obligacji. Kompletną obsługę emisji prowadzi na ogół bank, w którym emitent posiada rachunek bieżący, a inwestorzy podejmują decyzje zakupu na podstawie memorandum informacyjnego, a nie prospektu emisyjnego. Zaletą KTD jest również fakt, że jest większa możliwość wyboru formy prawnej niż w przypadku obligacji. Papiery te mogą być emitowane na podstawie prawa wekslowego, ustawy o obligacjach, jak również na podstawie kodeksu cywilnego.

Podsumowując można stwierdzić, że pozyskanie kapitału przez emisję dłużnych papierów wartościowych, głównie krótkoterminowych, ma wiele zalet. Niedoceniane dotychczas, powinny stać się liczącą formą pozyskania kapitału przez polskie przedsiębiorstwa.

## Literatura

- DAVIES D.: *Sztuka zarządzania finansami*. Wydawnictwo Naukowe PWN – McGraw-Hill Book Company Europe, Warszawa-Londyn 1997.
- GASTOMSKI E.: *Trudniejszy kredyt*. Gazeta Bankowa 01.04.2009.
- GOMUŁKA S.: *Kredytem w recesję*. BANK luty 2009.
- GRADON W.: *Emisja dłużnych instrumentów finansowych jako metoda zaspokajania potrzeb pożyczkowych przedsiębiorstw*. [w:] Hanisz R. (red.): *Niekonwencjonalne źródła i formy finansowania przedsiębiorstw*. Wyższa Szkoła Biznesu w Dąbrowie Górniczej, Dąbrowa Górnicza 2006.

- HANISZ R.N.: *Zarządzanie finansami na tle ogólnych koncepcji zarządzania*. [w:] Wieczorek T. (red.) *Informatyczne systemy zarządzania finansami*. Wyższa Szkoła Biznesu w Dąbrowie Górniczej, Dąbrowa Górnicza 2008.
- ICKIEWICZ J.: *Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*. SGH, Warszawa 2004.
- KARPUŚ P.: *Problemy kształtowania zasad polityki finansowej przedsiębiorstw*. [w:] Strategie i instrumenty alokacji kapitału finansowego (red. Karpuś P., Węclawski J.). Wydawnictwo UMCS, Lublin 2004.
- KORENIK D., KORENIK S.: *Podstawy finansów*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- KRAJEWSKI M.: *Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwie. Zasady, efektywność, narzędzia*. Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2006.
- KRZEŚNIAK M.: *Po kredyt nie do banku*. Rzeczpospolita z 14–15.03.2009.
- KUK M.: *Zastój w kredytach dla firm*. Rzeczpospolita z 15.04.2009.
- ŁUKASIK G.: *Polityka pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa w warunkach rozwoju rynku finansowego*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 1998.
- ŁUKASIK G.: *Wykorzystanie obligacji w strategii finansowej przedsiębiorstwa*. [w:] Łukasik G. (red.): *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach. Katowice 2007.
- MAZUREK J.: *Obligacje alternatywą kredytu*. [www.bblog.p/MazurekJ](http://www.bblog.p/MazurekJ).
- MORAWIECKI M.: *Nadcięża bankowe tsunami*. Dziennik 09.04.2009.
- NOWAKOWSKA A.: *Zagranica wraca do Polski po obligacje*. Gazeta Bankowa z 11–13.04.2009.
- OSTROWSKA K.: *Obligacje firm najgorszy czas mają za sobą*. Rzeczpospolita z 10.03.2009.
- OSTROWSKA K.: *Obrót fakturami przyhamował*. Rzeczpospolita z 08.04.2009.
- Raport o działalności banków w 2008 roku. UKNF, Warszawa 2009.
- RUTKOWSKI P.: *Banki wolą odłożyć gotówkę w NBP, niż pożyczyć ją innym*. [www.Bankier.pl](http://www.Bankier.pl) 25.03.09.
- WAWRYSZCZUK-MISZTAŁ A.: *Strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto w przedsiębiorstwach*. UMCS, Lublin 2007.
- WIĘCŁAW E., KUK M.: *Jest pakiet, będzie pakt*. Rzeczpospolita z 10.04.2009.
- WOŹNIAK A., DOMAGALSKI M.: *Najslabsi padają jak muchy*. Rzeczpospolita – Ekonomia i Rynek z 06.04.2009.
- WILIMOWSKA Z., WILIMOWSKI M.: *Sztuka zarządzania finansami*. Część 2. Oficyna Wydawnicza Ośrodka Postępu Organizacyjnego, Bydgoszcz 2001.
- Wyniki finansowe banków za 2004. GINB, Warszawa 2005.
- Wyniki finansowe banków za 2007. GINB, Warszawa 2008.
- ZADORA H.: *Strategie przedsiębiorstwa a ryzyko*. [w:] ŁUKASIK G. (red.): *Strategie finansowe przedsiębiorstw w sytuacjach ryzykownych*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2004.

## **The active financial strategy as a provision for enterprises plausibility of established strategy in uncertain conditions**

### **Abstract**

The article focuses on financial strategy of Polish enterprises. In times of general economic insecurity and more difficult access to bank credits and loans, the strategy of obtaining the funds by enterprises should be more active. It ought to be based on a bigger range of financial sources offered by Polish and international finance markets. The emission of commercial paper is not so fully used as a source of financing.

