

Specyfika finansowania przedsiębiorstw w ramach korporacji międzynarodowej

Aleksandra Duliniec

Celem niniejszego artykułu jest scharakteryzowanie źródeł finansowania, które są dostępne dla przedsiębiorstw wchodzących w skład korporacji międzynarodowej. Źródła finansowania takich przedsiębiorstw podlegają umiędzynarodowieniu dzięki powiązaniom kapitałowym i biznesowym z podmiotami zagranicznymi z wielu krajów. Zazwyczaj sprzyja to pogłębieniu dywersyfikacji - w skali międzynarodowej - miejsc, form i instrumentów finansowych, z których te przedsiębiorstwa korzystają. Jednocześnie mają one dostęp do tzw. finansowania wewnątrz korporacyjnego, czyli wzajemnego finansowania się podmiotów w ramach korporacji.

Przedstawienie specyfiki finansowania przedsiębiorstw wchodzących w skład korporacji międzynarodowej poprzedzono krótkim przeglądem podstawowych źródeł finansowania przedsiębiorstw.

Źródła finansowania przedsiębiorstw

Pozyskiwanie środków finansowych odpowiadających aktualnym potrzebom przedsiębiorstwa to jedno z najważniejszych zadań, jakie stoją przed kierownictwem każdej firmy. Decyzje dotyczące finansowania obejmują nie tylko wybór pomiędzy wewnętrznym a zewnętrznym

finansowaniem, ale także decyzje z zakresu rodzaju wykorzystywanego kapitału (własny, obcy czy hybrydowy) oraz kształtowania struktury terminowej zaciąganych zobowiązań (krótkoterminowe lub długoterminowe). Podstawowe źródła finansowania przedsiębiorstw przedstawione są w tabeli 1.

Źródła finansowania przedsiębiorstwa, według powszechnie stosowanej klasyfikacji, dzielą się na wewnętrzne i zewnętrzne. Wewnętrzne źródła finansowania to przede wszystkim zatrzymywanie wypracowanego zysku oraz odpisy amortyzacyjne. Zysk i amortyzacja stają się nadwyżką finansową wówczas, gdy przedsiębiorstwo wypracowuje dodatnie operacyjne przepływy pieniężne netto. Zatrzymany zysk powiększa kapitał własny przedsiębiorstwa. Do wewnętrznych źródeł finansowania zaliczamy także zgromadzone w poprzednich okresach zasoby środków pieniężnych oraz wpływy ze sprzedaży innych aktywów.

Do zewnętrznych źródeł finansowania zalicza się przede wszystkim zaciągnięte kredyty i pożyczki oraz wpływy z emisji papierów wartościowych dłużnych, które zwiększają kapitał obcy w dyspozycji przedsiębiorstwa, a także pozostałe zobowiązania, np. wobec dostawców. Zewnętrznymi źródłami kapitału własnego są emisja nowych akcji lub powiększanie udziałów właścicieli.

Tabela 1 Źródła finansowania przedsiębiorstwa

Źródła wewnętrzne
• zysk zatrzymany
• odpisy amortyzacyjne
• wpływy ze sprzedaży aktywów
• nadwyżki środków pieniężnych
Źródła zewnętrzne
• wpływy z emisji akcji lub powiększenia udziałów
• zaciągnięte kredyty i pożyczki
• wpływy z emisji papierów dłużnych
• pozostałe zobowiązania (w tym zobowiązania wobec dostawców)

Źródło: opracowanie własne.

Rozwój rynku kapitałowego w danym kraju powoduje, że zarządy przedsiębiorstw (w szczególności tych, które działają w formie spółek akcyjnych) decydują także, na jakim rynku pozyskiwany jest kapitał - publicznym czy niepublicznym. Z kolei umiędzynarodowienie działalności przedsiębiorstw oraz postępująca liberalizacja obrotów dewizowych w gospodarce światowej powodują, że firmy coraz częściej wykorzystują nie tylko krajowe źródła finansowania, ale i źródła zagraniczne, a pozyskiwane środki finansowe mogą być wyrażone zarówno w walucie krajowej, jak i obcej.

Do głównych przyczyn sięgania przez przedsiębiorstwa do kapitału zagranicznego należy uzyskanie szerszego dostępu do kapitału. Ma to znaczenie zwłaszcza w przypadkach, gdy zasoby kapitału na rynku krajowym są ograniczone. Pozyskiwany na rynkach zagranicznych kapitał może być zresztą tańszy od krajowego (niższe stopy procentowe, wyższe ceny emisyjne lub korzystne regulacje podatkowe). Istotną przyczyną finansowania się przedsiębiorstwa za granicą jest też dywersyfikacja źródeł kapitału w skali międzynarodowej, co może prowadzić do ograniczenia ryzyka i obniżenia kosztów finansowania.

Zaciąganie zobowiązań w walucie obcej może wynikać również z chęci „naturalnego” zabezpieczenia operacji zagranicznych przed ryzykiem walutowym lub ryzykiem politycznym. Dotyczy to przede wszystkim przedsiębiorstw posiadających należności eksportowe w obcych walutach czy inwestujących za granicą, czyli mających długą pozycję w danej walucie. Zaciągnięcie pożyczki zagranicznej w tej walucie oznacza zamknięcie lub znaczne zmniejszenie otwartej pozycji walutowej, co ogranicza ryzyko walutowe.

Pozyskiwanie kapitału na rynkach zagranicznych niesie jednak pewne zagrożenia – przed wszystkim większą ekspozycję na ryzyko walutowe. Dewaluacja waluty krajowej może zniwelować korzystną - dla przedsiębiorstwa zaciągającego zobowiązania w walucie obcej – różnicę pomiędzy stopą procentową w kra-

ju i za granicą¹. Samo wejście na międzynarodowe rynki finansowe wymaga też często poniesienia dodatkowych kosztów (np. związanych z uzyskaniem ratingu kredytowego).

Dywersyfikacja źródeł finansowania przedsiębiorstw w skali międzynarodowej

Przedsiębiorstwa zaangażowane w biznes międzynarodowy mają przeważnie łatwiejszy dostęp do źródeł finansowania na różnych rynkach finansowych oraz do zróżnicowanych form finansowania. Jeżeli przedsiębiorstwo jest powiązane kapitałowo z innymi przedsiębiorstwami za granicą, to korzysta również z tzw. finansowania wewnątrz korporacyjnego, czyli wzajemnego finansowania się podmiotów wchodzących w skład korporacji międzynarodowej².

Powstanie i rozwój korporacji międzynarodowych (transnarodowych), które czerpią surowce, kapitał i zasoby pracy, wytwarzają produkty i usługi zarówno w kraju siedziby głównej, jak i poza jego granicami oraz mają swoje filie, oddziały i spółki zależne w wielu krajach, zwiększyło możliwości przedsiębiorstw w zakresie wyboru źródeł finansowania w skali międzynarodowej³. Jest to szczególnie istotne dla spółek zależnych, które mimo że działają na danym rynku lokalnym, to dzięki spółce-matce zyskują dostęp do zagranicznych źródeł finansowania. Pozwala to nie tylko uzupełnić często bardzo ograniczone zasoby kapitałowe rynku lokalnego, ale w wielu przypadkach także obniżyć koszt

¹ Kalkulacja granicznej stopy dewaluacji waluty krajowej, która zrównuje koszty finansowania zagranicznego i krajowego, przy niższych stopach procentowych za granicą jest przedstawiona m.in. w: A. Shapiro: *Multinational Financial Management*, Prentice Hall 1996, s. 354-359.

² O specyfice finansowania przedsiębiorstw międzynarodowych i roli finansowania wewnątrz korporacyjnego piszą m.in. R. Click i J. Coval w: *Theory and Practice of International Financial Management* Prentice Hall 2002, s. 139-152.

³ O skali międzynarodowych powiązań kapitałowych pomiędzy przedsiębiorstwami może świadczyć fakt, że około jednej trzeciej światowego handlu odbywa się w ramach korporacji międzynarodowych.

Tabela 2 Źródła finansowania spółek wchodzących w skład korporacji międzynarodowej

Finansowanie wewnętrzne
• zysk zatrzymany (podział wypracowanego zysku)
• amortyzacja
• nadwyżki środków pieniężnych (zarządzanie gotówką w ramach korporacji)
Finansowanie zewnętrzne
• finansowanie w ramach korporacji
- kapitał własny (obejmowanie udziałów/akcji przez spółkę-matkę i inne spółki w ramach korporacji)
- zobowiązania (pożyczki wewnątrz korporacyjne)
• finansowanie pośrednie (specyficzne formy finansowania)
- pożyczki równoległe
- pożyczki fasadowe
- gwarantowanie zobowiązań przez spółkę-matkę lub inne spółki w ramach korporacji
• finansowanie z zewnątrz korporacji
- kapitał własny (obejmowanie akcji/udziałów przez inwestorów na rynkach narodowych*)
- zobowiązania (kredyty lub emisje papierów dłużnych na rynkach narodowych* lub rynku międzynarodowym - eurorynku)

* Przez rynki narodowe rozumie się rynki finansowe: w kraju lokalizacji spółki-córki, w kraju lokalizacji spółki-matki oraz w krajach trzecich.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: D. Eiteman, A. Stonehill, M. Moffett: *Multinational Business Finance*, Pearson Addison Wesley 2004, s. 355-356.

pozyskiwanego kapitału. Dostęp do kapitału niezbędnego do sfinansowania potrzeb rozwojowych przedsiębiorstwa może stanowić bardzo istotne źródło przewagi konkurencyjnej. W tabeli 2 przedstawione są źródła finansowania spółek wchodzących w skład korporacji międzynarodowej.

W przedsiębiorstwach działających w ramach korporacji międzynarodowej dochodzi do znacznie większego zróżnicowania form i miejsc (rynków) pozyskiwania finansowania w porównaniu z przedsiębiorstwami działającymi samodzielnie (bez powiązań kapitałowych z innymi spółkami w kraju i za granicą). Dywersyfikacja źródeł finansowania w skali międzynarodowej pozwala nie tylko na wybór najtańszych źródeł i form finansowania przy wykorzystaniu możliwych korzyści podatkowych, ale także na zmniejszenie ryzyka walutowego, które nieodłącznie towarzyszy finansowaniu długiem wyrażonym w walutach obcych. Wykształciły się też specyficzne formy finansowania wewnątrz korporacyjnego (bezpośredniego i pośredniego), pozwalające redukować obciążenia podatkowe, niekorzystne skutki zmian kursów walut i jednocześnie tworzyć źródła preferencyjnego finansowania w skali całej korporacji.

Charakterystyka źródeł finansowania przedsiębiorstwa wchodzącego w skład korporacji międzynarodowej

Finansowanie w ramach korporacji (finansowanie bezpośrednie)

Ważnym źródłem finansowania przedsiębiorstw wchodzących w skład korporacji międzynarodowej jest obejmowanie nowych akcji lub udziałów przez spółkę-matkę i inne spółki powiązane kapitałowo.

Powiększanie w ten sposób kapitału własnego nie wymaga poszukiwania inwestorów na rynku kapitałowym i ponoszenia dodatkowych kosztów z tym związanych. Transfer kapitału w ramach przedsiębiorstwa międzynarodowego w celu powiększenia kapitału własnego jednej ze spółek zależnych może jednak wiązać się z wieloma niedogodnościami zarówno dla dawcy, jak i biorcy kapitału, którzy działają w różnych krajach i różnych systemach prawnych, podatkowych i walutowo-finansowych.

Ryzyko inwestowania w kapitał własny spółki zagranicznej jest z reguły wysokie. Inwestowanie kapitału za granicą może napotykać na przykład na restrykcje w zakresie transferów zysków (dywidend) z tych inwestycji. Restrykcje dewizowe lub wysokie obciążenia podatkowe transferu zysków za granicę mogą wpływać na decyzje zarządu spółki-matki co do podziału zysków wypracowanych w spółkach zależnych. Z jednej strony może to wymuszać reinwestowanie zysku i powiększanie w ten sposób kapitału własnego spółki-córki. Z drugiej jednak strony może nasilać działania umożliwiające transfer dochodów nie poprzez wypłaty dywidend, ale poprzez zastosowanie mechanizmu cen transferowych i obniżenie zysku do podziału w spółce zależnej zlokalizowanej w kraju stosującym wysokie obciążenia podatkowe. Ceny produktów i usług, będących przedmiotem obrotu między podmiotami zależnymi, mogą różnić się od cen rynkowych i umożliwiać tzw. transfer dochodów do krajów stosujących niższe podatki. Wytransferowanie w ten sposób dochodów zmniejsza wewnętrzne źródła finansowania (z wypracowanego zysku) jednych spółek, a powiększa innych, zlokalizowanych w krajach o niskich obciążeniach podatkowych.

Dla finansowanego przedsiębiorstwa kapitał własny to drogie źródło finansowania. Koszt kapitału

własnego jest wyższy niż koszt kapitału obcego, w szczególności po uwzględnieniu korzyści podatkowych związanych z obsługą długu⁴.

Wyposażenie w kapitał własny, niezbędne do funkcjonowania spółki zależnej, zapewnia najczęściej spółka-matka. Pozostałe potrzeby finansowe spółka stara się zaspokoić zaciągając w pierwszej kolejności pożyczki wewnątrz korporacyjne lub odpowiednio kształtując terminy płatności z tytułu dostaw w ramach korporacji.

Warunki, na jakich zaciągane są zobowiązania pomiędzy spółkami powiązаныmi kapitałowo, tj. wysokość oprocentowania, waluta i terminy płatności, mogą być dość elastycznie kształtowane. Oprocentowanie pożyczek wewnątrz korporacyjnych jest najczęściej nieco niższe niż długu zaciąganego na rynku finansowym. Opóźnianie lub przyspieszanie płatności z tytułu dostaw pomiędzy podmiotami powiązаныmi kapitałowo pozwala nie tylko zmniejszyć niekorzystne skutki zmian kursów walut, ale przede wszystkim efektywnie zarządzać płynnością w skali całej korporacji międzynarodowej. Nadwyżki środków pieniężnych wypracowywane przez jedne spółki mogą być „przerzucane” w miarę potrzeb do innych, mających w danym momencie problemy z zachowaniem płynności. Opóźnianie lub przyspieszanie regulowania należności oznacza w efekcie tworzenie dodatkowych możliwości wzajemnego, w szczególności krótkoterminowego, finansowania spółek powiązanych kapitałowo. Manipulowanie terminami płatności pozwala też wykorzystać różnice w poziomie stóp procentowych na lokalnych rynkach.

Warunki, na jakich zaciągane są pożyczki wewnątrz korporacyjne, najczęściej odbiegają od warunków rynkowych, są bowiem efektem decyzji podejmowanych w ramach korporacji międzynarodowej. Skutki stosowania tego rodzaju finansowania można porównywać z działaniem cen transferowych. W związku z tym bardzo często na zobowiązania zaciągane przez podmioty zależne kapitałowo nakładane są różne restrykcje, głównie o charakterze podatkowym. Stosowane mogą być na przykład w tym zakresie przepisy, które uniemożliwiają zaliczanie odsetek od pożyczek zaciąganych pomiędzy spółkami powiązаныmi kapitałowo do kosztów zmniejszających podstawę opodatkowania podatkiem dochodowym⁵. Ma to przede wszystkim zapobiegać niedostatecznej - tzw. cienkiej kapitalizacji (czyli zastępowania kapitału własnego długiem wobec udziałowca), ale poprzez eliminowanie korzyści podatkowych związanych z płatnością odsetek przybliża koszty pożyczek wewnątrz korporacyjnych do warunków rynkowych.

Próbą ominięcia tych barier są tzw. pośrednie formy finansowania, w których transfer środków finansowych pomiędzy firmą macierzystą a jej filią (spółka zależna) odbywa się za pośrednictwem instytucji finansowej lub innej niepowiązanej kapitałowo firmy. Pośrednie finansowanie w ramach korporacji międzynarodowej umożliwia też eliminowanie ryzyka walutowego oraz omijanie restrykcji dewizowych.

Finansowanie pośrednie

Do specyficznych pośrednich form finansowania wewnątrz korporacyjnego należą przede wszystkim pożyczki fasadowe (*fronting loans, back-to-back loans*) oraz pożyczki równoległe (*parallel loans*)⁶. Faktycznym dostarczycielem kapitału jest spółka-matka, chociaż bezpośrednim pożyczkodawcą (odpowiednio) bank lub inna niezależna kapitałowo spółka.

W ramach finansowania fasadowego (zwanego też czasem finansowaniem depozytowym)⁷ spółka-matka składa depozyt w banku we własnym kraju lub w kraju lokalizacji spółki zależnej. Bank z kolei udziela kredytu (którego wysokość jest ściśle uzależniona od wysokości złożonego depozytu) wskazanemu przez depozytariusza przedsiębiorstwu. Kredyt udzielony spółce zależnej kapitałowo od depozytariusza jest wolny od ryzyka niewypłacalności (w pełni zabezpiecza go depozyt). Powoduje to, że koszt takiego kredytu jest stosunkowo niski, czyli pokrywa jedynie odsetki od depozytu i prowizję bankową). Kredyt bankowy stanowi „fasadę” finansowania wewnątrz korporacyjnego, która pozwala ominąć bariery podatkowe i ewentualne restrykcje dewizowe nakładane na transfery w ramach przedsiębiorstwa międzynarodowego i dodatkowo wyeliminować ryzyko walutowe finansowanej firmy. Kredyt w ramach finansowania fasadowego zazwyczaj jest udzielany w walucie lokalnej kraju, w którym działa spółka zależna. Wybór zaś miejsca (kraju) lokaty depozytu może zaś przyczynić się do zmniejszenia obciążeń podatkiem od odsetek, czyli tzw. podatku płaconego u źródła (*withholding tax*) przez depozytariusza, tj. spółkę-matkę.

Inna specyficzną formą finansowania pośredniego jest pożyczka równoległa. Dwie niezależne spółki-matki działające w dwóch różnych krajach wzajemnie finansują spółki zależne (filie) partnera umowy usytuowane we własnych krajach. Bezpośrednie finansowanie dotyczy podmiotów niezależnych kapitałowo, bowiem każda spółka-matka finansuje spółkę-córkę partnera umowy pożyczki równoległej w walucie lokalnej. Terminy finansowania oraz ekwiwalentne wartości kwot obydwu pożyczek bezpośrednich w ramach fi-

⁴ Szerzej o koszcie kapitału własnego i koszcie kapitału obcego w: A. Duliniac: *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, rozdział 3. Warszawa 2001, Wydawnictwo Naukowe PWN.

⁵ W Polsce również występuje taka regulacja prawna - art. 16.1. pkt. 60 i 61 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych z dnia 15 lutego 1992 r. wraz z późniejszymi zmianami.

⁶ Por. m.in. A. Shapiro: *Multinational Financial Management*, op.cit., s. 436-439.

⁷ Por. J. Różański: *Strategie finansowania przedsiębiorstw międzynarodowych*. w: *Rynek finansowy - instytucje, narzędzia, strategie*. Lublin 2003 Wydawnictwo UMCS, s. 246.

nansowania równoległe są takie same. Pożyczki równoległe oparte na umowach o zamianie funduszy denominowanych w dwóch różnych walutach były swego rodzaju pierwowzorem transakcji swapowych (przede wszystkim kapitałowych swapów walutowych)⁸.

Ta forma finansowania wzajemnego pozwala nie tylko ograniczyć ryzyko, które ponoszą pożyczkodawcy (gwarancje spłaty daje umowa między obydwoma podmiotami dostarczającymi kapitał), ale przede wszystkim umożliwia ominięcie restrykcji dewizowych na transfer środków za granicę, zmniejszenie kosztów finansowania i wyeliminowanie ryzyka walutowego dla pożyczkobiorców. Obie finansowane firmy mogą też bez przeszkód wliczać odsetki od pożyczek do kosztów uzyskania przychodów i realizować tym samym korzyści podatkowe związane z obsługą długu.

Do form finansowania pośredniego spółek wchodzących w skład korporacji międzynarodowej bardzo często zalicza się także gwarantowanie kredytów bankowych i innych pożyczek zaciąganych przez spółki na rynku finansowym. Gwarantem jest zazwyczaj spółka-matka. Ta forma finansowania spółek zależnych nie wymaga od spółki-matki bezpośredniego zaangażowania kapitałowego (jak w przypadku pożyczek fasadowych czy równoległych) - udzielenie gwarancji kredytu bankowego ma bowiem charakter zobowiązania pozabilansowego dla gwaranta. Uzyskanie takiej gwarancji przez spółkę-córkę jest często podstawowym warunkiem umożliwiającym korzystanie z kredytów bankowych we własnym kraju, a także otwiera dodatkowe możliwości finansowania w kraju lokalizacji spółki-matki.

Finansowanie z zewnątrz korporacji

Finansowanie przedsiębiorstw w ramach korporacji międzynarodowej może przynosić korzyści zarówno firmie finansowanej, jak i finansującej. Przedsiębiorstwa-spółki zależne działające na rynku lokalnym korzystają jednak również z innych form finansowania dostępnych na danym rynku krajowym lub zagranicznym czy na rynkach międzynarodowych, pochodzących ze źródeł finansowania spoza korporacji. Jednak w tych przypadkach powiązania kapitałowe w ramach korporacji międzynarodowej (udziały spółki-matki w kapitale zakładowym spółek-córek) mogą zwiększać dostępność różnych form finansowania, a często także obniżać koszt finansowania.

Spółki wchodzące w skład korporacji międzynarodowej mogą być spółkami giełdowymi notowanymi w

obrocie publicznym. W praktyce dotyczy to przede wszystkim spółek-matek kierujących korporacjami międzynarodowymi. Jednak również akcje spółek zależnych mogą być przedmiotem obrotu publicznego, chociaż głównym (dominującym) akcjonariuszem pozostaje zazwyczaj spółka-matka. Zewnętrznym źródłem finansowania spółek giełdowych wchodzących w skład korporacji międzynarodowej może być więc także publiczna emisja akcji na krajowym rynku giełdowym lub kwitów depozytowych (ADR, GDR) na rynkach zagranicznych.

Najczęściej większość akcji (udziałów) spółki wchodzącej w skład korporacji międzynarodowej jest obejmowana przez spółkę-matkę i inne spółki-córki, choć - jak już wspomniano - nie wyklucza to występowania innych akcjonariuszy/udziałowców spoza korporacji międzynarodowej. Pochodzą oni głównie z kraju lokalizacji spółki zależnej. Mogą być to np. Skarb Państwa lub inwestorzy prywatni z lokalnego rynku publicznego bądź niepublicznego. Spółka wchodząca w skład korporacji międzynarodowej działająca poza krajem lokalizacji spółki-matki często przyjmuje formę spółki *joint venture*.

Zewnętrzne finansowanie korporacji polega najczęściej na pozyskaniu kapitału obcego poprzez emisje papierów dłużnych oraz zaciąganie kredytów bankowych, w tym także kredytów konsorcjalnych. Swego rodzaju gwarancję (formalną⁹ lub nieformalną) spłaty zobowiązań przez spółkę zależną stanowi spółka-matka. Jako duże znane przedsiębiorstwo międzynarodowe ma ona zazwyczaj wysoki rating kredytowy. Jej wiarygodność i pozycja na rynku międzynarodowym stanowią z reguły „mocne” zabezpieczenie zobowiązań zaciąganych przez jej filie lub spółki zależne działające w różnych krajach. Ułatwia to pozyskiwanie kredytów oraz emisje różnych rodzajów papierów dłużnych¹⁰.

Specyfika finansowania z zewnątrz korporacji podmiotów wchodzących w skład przedsiębiorstwa międzynarodowego przejawia się głównie w większym zróżnicowaniu miejsc pozyskiwania kapitału obcego. W pierwszej kolejności jest rynek krajowy - rynek lokalizacji spółki zależnej - oraz rynek zagraniczny, na którym działa spółka-matka. Dzięki wsparciu spółki-matki łatwiejsze jest też pozyskiwanie kapitału na rynkach krajów trzecich oraz rynku międzynarodowym (np. na eurorynku). Zaciągnięcie eurokredytu konsorcjalnego czy wyemitowanie euroobligacji może być istotnym źródłem finansowania przedsiębiorstw międzynarodowych lub ich filii i spółek zależnych, a fakt, że są one ogniwem korporacji międzynarodowej, zwiększa ich wiarygodność i zdolność kredytową.

⁸ Według T. O'Briena, swapy walutowe wywodzą się właśnie od pożyczek równoległych. Por. T. O'Brien: *Global Financial Management*. Wiley 1996, s. 168. Z kolei E. Najlepszy zalicza zarówno pożyczki równoległe, jak i swapy walutowe do umów o zamianie funduszy walutowych, które mogą być wykorzystywane jako pośrednie formy finansowania wewnątrz korporacyjnego. Por. E. Najlepszy: *Zarządzanie finansami międzynarodowymi*. Warszawa 2000 PWN, s. 184-189.

⁹ O formalnym gwarantowaniu długu spółki-córki przez spółkę-matkę jako pośredniej formie finansowania jest mowa w poprzednim podrozdziale.

¹⁰ Nieprzypadkowo jednymi z pierwszych firm emitujących na polskim rynku papiery komercyjne w formie weksli były przedsiębiorstwa z kapitałem zagranicznym - polskie oddziały znanych koncernów, takich jak Fiat czy Unilever.

Podsumowanie

Funkcjonowanie przedsiębiorstwa w ramach korporacji międzynarodowej ma duży wpływ na jego dostęp do kapitału. Źródła finansowania, z których powszechnie korzystają przedsiębiorstwa na rynku finansowym krajowym bądź zagranicznym (kredyty, emisje papierów wartościowych itp.), pochodzą zazwyczaj od inwestorów (wierzycieli, właścicieli) niepowiązanych kapitałowo z finansowanym przedsiębiorstwem. Spółka wchodząca w skład korporacji międzynarodowej zyskuje dodatkowo dostęp do różnych form wzajemnego finansowania (bezpośredniego i pośredniego) wewnątrz korporacji, tj. przez spółkę-matkę lub inne spółki-córki. Zwiększa to różnorodność dostępnych źródeł i form finansowania oraz wielkość potencjalnych zasobów kapitałowych, z których może korzystać we własnym kraju, a przede wszystkim poza jego granicami. Dostęp do kapitału niezbędnego do prowadzenia działalności przez spółkę stanowiącą ogniwo korporacji międzynarodowej może być bardzo ważnym źródłem przewagi konkurencyjnej w porównaniu z przedsiębiorstwami niepowiązanymi kapitałowo z innymi podmiotami.

Dostęp do finansowania wewnątrz korporacyjnego jest zazwyczaj łatwiejszy niż do kapitału oferowanego na rynku finansowym. Bardzo często wzajemne finansowanie przez spółki powiązane kapitałowo może być tańsze od rynkowego. Przede wszystkim zaś jest ono bardziej elastyczne, co oznacza na przykład większe możliwości ewentualnej zmiany terminu zapadających płatności. Ryzyko bankructwa związane z finansowaniem dłużnym w ramach grupy kapitałowej czy korpo-

racji międzynarodowej jest w związku z tym mniejsze w porównaniu z zadłużeniem wobec wierzycieli niepowiązanych kapitałowo z firmą.

Jeżeli przedsiębiorstwo wchodzi w skład korporacji międzynarodowej, to daje mu to dodatkowo możliwość znacznej dywersyfikacji źródeł finansowania pod względem walutowym i geograficznym. Przyczynia się to do zwiększenia geograficznego zasięgu źródeł pochodzenia finansowania – spółka zależna zyskuje łatwiejszy dostęp do rynków finansowych w kraju lokalizacji spółki-matki i rynków krajów trzecich. Zależność kapitałowa od korporacji międzynarodowej prowadzi przede wszystkim do zwiększenia wiarygodności i zdolności kredytowej firmy.

Dywersyfikacja źródeł finansowania (zróżnicowanie pod względem walut denominacji, stóp procentowych, kraju lokalizacji podmiotu finansującego) przyczynia się zazwyczaj do znacznego zredukowania ryzyka walutowego, ryzyka stóp procentowych i ryzyka politycznego (ryzyka kraju, z którego pochodzi inwestor). Zmniejszenie w efekcie dywersyfikacji skutków ekspozycji na ryzyko obniża koszt kapitału w przedsiębiorstwie – zmniejsza koszty prowadzonej działalności i przyczynia się do wzrostu wartości firmy.

Specyfika finansowania przedsiębiorstw w ramach korporacji międzynarodowej przejawiająca się przede wszystkim znaczną dywersyfikacją źródeł, z których pozyskiwane są środki finansowe, wynika z połączenia umiędzynarodowienia procesu finansowania przedsiębiorstwa oraz wykorzystania - jako podstawowych podmiotów finansujących – spółek powiązanych kapitałowo ze spółką finansowaną.