

ARKADIUSZ KUSTRA

AGATA SIERPIŃSKA-SAWICZ

## FINANSOWANIE KORPORACJI MIĘDZYNARODOWYCH FUNKCJONUJĄCYCH W WARUNKACH KRYZYSU GOSPODARCZEGO

### Wprowadzenie

Kryzys finansowy na rynkach światowych skłonił duże korporacje do intensywnego poszukiwania kapitału na finansowanie działalności operacyjnej i rozwojowej. Duże korporacje międzynarodowe w okresie kryzysu ograniczyły inwestycje rozwojowe, głównie poprzez przesunięcia w czasie realizacji nowych inwestycji. Kontynuowały natomiast inwestycje rozpoczęte oraz potrzebowały środków na przejęcia i akwizycje niekiedy mocno niedowartościowanych podmiotów. Korporacje ograniczyły inwestycje nie tylko ze względu na niedobory środków, ale również ze względu na wzrost kosztów kapitału. Wzrost ten spowodowany został wzrostem ryzyka oraz ograniczeniem dopływu do firm środków z sektora bankowego.

Na rynku obligacji pojawiły się państwa, które emitowały obligacje, aby pozyskać środki na dokapitalizowanie zagrożonych upadłością banków i innych podmiotów gospodarczych. Wypychały tym samym podmioty gospodarcze z rynku długu i utrudniały pozyskanie kapitału obcego. W tych warunkach międzynarodowe koncerny podjęły próbę przebudowania struktury finansowania swojej działalności stosownie do sytuacji na rynkach finansowych. Struktury finansowania zmieniły się w kierunku:

- wzrostu udziału kapitałów własnych w strukturze finansowania majątku,
- spadku zobowiązań długoterminowych na rzecz zobowiązań krótkoterminowych,
- wzrostu zakresu wykorzystania kredytu kupieckiego do finansowania działalności operacyjnej.

W artykule podjęto próbę zweryfikowania postawionych hipotez w oparciu o dane koncernu ArcelorMittal. Koncern ten notowany jest na giełdach, zatem jego dane finansowe są dostępne.

## Źródła finansowania działalności korporacji międzynarodowych

Pod pojęciem korporacji rozumie się osobę prawną, której właścicielami są rozproszeni udziałowcy (akcjonariusze), mającą nieograniczony okres istnienia, łatwość przenoszenia prawa własności oraz charakteryzującą się ograniczoną odpowiedzialnością właścicieli<sup>1</sup>.

Powstanie i rozwój korporacji międzynarodowych (transnarodowych), które czerpią surowce, kapitał, 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 międzynarodowej. 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 pozyskanego kapitału<sup>2</sup>.

Podmioty wchodzące w skład korporacji międzynarodowych mogą finansować się:

- a) kapitałami własnymi pochodzącymi z:
  - obejmowania akcji spółek zależnych przez spółkę matkę oraz inne spółki w ramach korporacji,
  - emitowania akcji na rynkach narodowych, na których działają spółka matka i spółki zależne,
  - zyskami zatrzymanymi pozostawionymi spółkom po wypłacie dywidend, premii i tantiem;
- b) kapitałami obcymi, takimi jak:
  - pożyczki wewnątrz korporacyjne,
  - pożyczki równoległe i fasadowe,
  - kredyty bankowe,
  - emisja papierów dłużnych na rynkach narodowych lub rynku międzynarodowym (krótkoterminowe papiery dłużne – bony, obligacje korporacyjne, euroobligacje itp.;
- c) wewnątrz korporacyjnymi rozliczeniami finansowymi:
  - amortyzacja,
  - zarządzanie gotówką w ramach korporacji (*cash pooling*),
  - wzajemne kompensowanie należności i zobowiązań (*netting*),
  - gwarantowanie zobowiązań przez spółkę matkę lub inne spółki w ramach korporacji.

---

<sup>1</sup> J. Mizerka: *Ku nowemu paradygmatowi w finansach korporacji*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, 2010, nr 144.

<sup>2</sup> A. Dulinić: *Specyfika finansowania przedsiębiorstw w ramach korporacji międzynarodowej*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 5, s. 38.

W celu uzupełnienia kapitału własnego i utrzymania racjonalnej struktury kapitału korporacje emitują akcje lub udziały obejmowane przez spółkę matkę i inne spółki kapitałowe korporacji. Spółka emitent nie musi pozyskiwać inwestorów na rynku kapitałowym, co ogranicza koszty uplasowania emisji. Dodatkowo, spółki mogą pozyskiwać kapitał z lokalnych rynków giełdowych, jednak dla zachowania kontroli, spółki matki starają się dostarczać kapitał własny lub kapitał pożyczkowy, kształtując w ten sposób strukturę wewnętrzną przez odpowiednią politykę dywidend oraz politykę odsetkową, odnoszącą się do udzielanych pożyczek wewnątrz korporacyjnych.

Korporacje, sięgając w finansowaniu po środki obce, wykorzystują pożyczki i kredyty bankowe, emisje obligacji i innych papierów dłużnych. W pierwszej kolejności spółki starają się pozyskać środki obce poprzez pożyczki wewnątrz korporacyjne od podmiotów powiązanych kapitałowo. Warunki udzielenia pożyczek, czyli terminy wymagalności, oprocentowanie i rodzaj waluty są zazwyczaj kształtowane elastycznie, aby z jednej strony obniżyć koszty korzystania z kapitału, z drugiej zaś nie generować problemów wynikających z przepisów podatkowych o transferach zysku przed opodatkowaniem. Spółki mogą pozyskać źródła finansowania poprzez kredyt kupiecki, czyli odpowiednie kształtowanie warunków płatności za dostawy produktów i usług. Szerokie wykorzystanie kredytu kupieckiego w ramach korporacji pozwala bowiem nie tylko ograniczyć negatywne skutki zmian kursów walutowych, lecz przede wszystkim elastycznie zarządzać płynnością finansową w skali całej korporacji.

A. Duliniec<sup>3</sup> podkreśla, że warunki, na jakich zaciągane są pożyczki wewnątrz korporacyjne, często odbiegają od warunków rynkowych, są bowiem efektem decyzji podejmowanych przez podmioty powiązane ze sobą w ramach korporacji międzynarodowej. W związku z tym bardzo często na zobowiązania zaciągane między podmiotami powiązanymi są nakładane różne restrykcje, głównie podatkowe uniemożliwiające zaliczenie odsetek od pożyczek zaciąganych pomiędzy podmiotami powiązanymi do kosztów zmniejszających podstawę opodatkowania podatkiem dochodowym. Ma to zapobiegać zastępowaniu kapitału własnego długiem zaciągniętym od udziałowca.

Do specyficznych dla korporacji międzynarodowych form finansowania należą pożyczki fasadowe oraz równoległe. Faktycznym dostarczycielem kapitału jest spółka matka, chociaż bezpośrednim pożyczkodawcą jest bank lub inny podmiot nie powiązany z dłużnikiem. W ramach finansowania fasadowego spółka matka składa depozyt w banku we własnym kraju lub w kraju lokalizacji spółki zależnej. Bank natomiast udziela kredytu, który zabezpieczony jest tym depozytem, wskazanemu przez spółkę matkę podmiotowi zależnemu. Kredyt taki jest wolny od ryzyka niewypłacalności kredytobiorcy, co powoduje że jest on tańszy od klasycznie udzielonego kredytu. Kredyt fasadowy pozwala ominąć restrykcje podatkowe i dewizowe nakładane na transfery między spółkami korporacji międzynarodowych. Kredyt w ramach finansowania fasadowego jest udzielany zwykle w wa-

<sup>3</sup> A. Duliniec: *Finansowanie przedsiębiorstwa Strategie i instrumenty*, PWE, Warszawa 2011, s. 162.

lucie lokalnej kraju, w którym spółka funkcjonuje, co dodatkowo pozwala wyeliminować ryzyko walutowe finansowanej firmy<sup>4</sup>.

W przypadku skorzystania z pożyczki równoległej, dwie niezależne spółki matki działające w dwóch różnych krajach wzajemnie finansują spółki zależne 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 finansowania równoległego są takie same. Ta forma finansowania wzajemnego pozwala nie tylko ograniczyć ryzyko, które ponoszą pożyczkodawcy, ale przede wszystkim umożliwia ominięcie restrykcji dewizowych na transfer środków za granicę, zmniejszenie kosztów finansowania i wyeliminowanie ryzyka walutowego dla pożyczkobiorców<sup>5</sup>.

Spółki matki oraz spółki zależne funkcjonujące w ramach korporacji międzynarodowych korzystają z kredytów bankowych i pożyczek. Gwarantowanie spółkom zależnym tych form długu przez spółki matki zwiększa dostępność środków, ogranicza ryzyko kredytowe i obniża koszty korzystania z kapitałów obcych. Duże korporacje międzynarodowe mają zazwyczaj wyższą wiarygodność, wysoki rating kredytowy i mocną pozycję na rynku finansowym. Ułatwia to nie tylko zaciąganie kredytów, ale również emisje różnych papierów dłużnych. Wyemitowanie obligacji w kraju funkcjonowania, bądź euroobligacji jest zdecydowanie łatwiejsze dla podmiotów będących ogniwem korporacji międzynarodowych. Gwarancje spłaty długu zapewnia zazwyczaj spółka matka. Ponadto, podobnie jak w przypadku akcji, obligacje i inne papiery dłużne mogą być obejmowane przez spółkę matkę i spółki zależne wewnątrz korporacji, co ogranicza koszty emisji i zmniejsza koszty pozyskania kapitału ze względu na mniejsze ryzyko i niższą zniżkę z tym premię za ryzyko.

Finansowanie bieżącej działalności podmiotów wewnątrz korporacji może być zapewnione poprzez wewnątrzkorporacyjne rozliczenia finansowe. Do najczęściej stosowanych form przepływu środków należy *cash pooling*. Usługa ta polega na koncentrowaniu środków pochodzących z rachunków poszczególnych podmiotów, wchodzących w skład danej struktury gospodarczej na rachunku wspólnym i zarządzaniu zgromadzoną w ten sposób kwotą, przy wykorzystaniu korzyści skali. Możliwość konsolidacji wynika stąd, że u jednych podmiotów gospodarczych występuje nadwyżka gotówki na koncie, inne zaś jednostki odczuwają niedobór krótkoterminowych środków. Nadwyżki gotówki mogą być więc wykorzystane do pokrycia niedoborów, przy czym koszty tej „swoistej pożyczki” są znacznie niższe niż gdyby to był kredyt bankowy. *Cash pooling* ma więc sens ekonomiczny tylko wówczas, gdy na rachunkach bankowych spółek uczestniczących w *cash poolin-*

<sup>4</sup> J. Różański: *Strategie finansowania przedsiębiorstw międzynarodowych*, [w:] *Rynek finansowy – instytucje, narzędzia strategii*, red. P. Karpuś, J. Węclawski, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2003, s. 246.

<sup>5</sup> A. Dulinić: *Specyfika finansowania...*, s. 39.

gu występują równocześnie salda dodatnie i salda ujemne. W literaturze podkreśla się, że usługa *cash pooling* zarezerwowana jest dla przedsiębiorstw działających w ramach danej grupy kapitałowej, charakteryzujących się różnicami w ramach sald na rachunkach bankowych<sup>6</sup>.

Do wzajemnych rozliczeń, ograniczających zapotrzebowanie na środki służące do finansowania bieżącej działalności korporacje międzynarodowe wykorzystują *netting*. Jest to system płatniczy, który pozwala spółkom międzynarodowym na rozliczanie swych wewnętrznych zobowiązań. Oddziały korporacji rozliczają swoje zobowiązania w ujęciu netto w walucie lokalnej, bądź walucie rozliczeniowej. W celu realizacji rozliczeń nettingowych koncerny zakładają specjalne spółki – tzw. centra finansowo-rozliczeniowe (*netting center*), których jedyną działalnością jest prowadzenie rozliczeń pieniężnych w ramach grupy<sup>7</sup>. *Netting* jest więc zinstytucjonalizowaną formą wzajemnego kompensowania wpływów i wydatków, czy też wyznaczania pozycji netto dla każdej waluty i dla każdego okresu objętego analizą. Celem kompensowania jest naturalne ograniczenie częstotliwości handlu walutą oraz łączenie wielu mniejszych transakcji w tej samej walucie, na taki sam termin w jedną większą transakcję, co wpływa na obniżenie kosztów transakcyjnych i umożliwia uzyskanie lepszych warunków wymiany waluty. W transakcjach nettingu dochodzi do rozliczenia finansowego w postaci kompensaty wzajemnych zobowiązań i należności określonych w jednej walucie. Dokonanie wzajemnej kompensaty powoduje, że nie muszą być dokonane przepływy pieniężne między dłużnikiem i wierzycielem. Konsekwencją potrącenia jako formy transakcji pieniężnej jest więc wygaśnięcie zobowiązania jednej strony wobec drugiej.

### Struktura finansowania korporacji ArcelorMittal

ArcelorMittal to duży, międzynarodowy koncern metalurgiczny, posiadający zdolności produkcyjne 120 mln ton, co stanowi około 10% światowej produkcji stali i wyrobów hutniczych. Koncern notowany jest m.in. na giełdach w Nowym Yorku, Amsterdamie, Paryżu oraz Luksemburgu, jednak przewagę w kapitale własnym ma inwestor strategiczny Laksmi Mittal. Koncern ten przejął w 2004 roku spółkę Polskie Huty Stali, czyli 75% zdolności produkcyjnych polskiego hutnictwa oraz Hutę Warszawa. W Polsce Korporacja posiada spółki hutnicze w Katowicach i Warszawie, koksownie oraz spółki o zdwersyfikowanej działalności, świadczące usługi na rzecz podstawowych procesów metalurgicznych.

Struktura aktywów i źródeł ich finansowania zaprezentowano w tabeli 1.

---

<sup>6</sup> J. Grzywacz: *Cash pooling w efektywnym zarządzaniu gotówką przez przedsiębiorstwo*, [w:] *Zarządzanie majątkiem obrotowym w przedsiębiorstwie*, red. J. Grzywacz, SGH w Warszawie, Warszawa 2006, s. 65.

<sup>7</sup> J. Żak: *Międzynarodowe centra rozliczeniowe – aspekty dewizowe*, [www.monitorpodatkowy.pl](http://www.monitorpodatkowy.pl).

Tabela 1

Wielkość i struktura majątku oraz źródeł finansowania ArcelorMittal w latach 2008–2009

Aktywa	Wartość mln dol			Struktura %		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Aktywa trwałe	88 674	94 890	88 229	66,6	74,3	67,4
Wartości niematerialne i prawne	2 490	17 034	14 373	1,9	13,3	11,0
Dodatnia wartość firmy	13 629	0,0	0,0	10,2	0,0	0,0
Nieruchomości i wyposażenie	60 755	60 385	54 344	45,6	47,3	41,5
Inwestycje długoterminowe	8 949	10 052	10 419	6,7	7,9	8,0
Inne aktywa trwałe	2 100	2 581	2 490	1,6	2,0	1,9
Aktywa obrotowe	44 414	32 807	42 675	33,4	25,7	32,6
Zapasy	25 651	16 835	19 583	19,2	13,2	14,9
Należności	6 737	5 750	5 725	5,2	4,5	4,4
Gotówka i jej ekwiwalenty	7 587	6 009	6 289	5,7	4,7	4,8
Inne aktywa obrotowe	4 439	4 213	11 078	3,3	3,3	8,5
Aktywa ogółem	133 088	127 697	130 904	100,0	100,0	100,0

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych korporacji ArcelorMittal Steel podanych na stronie <http://finance.yahoo.com> (15.02.2012).

Analizując dane zawarte w tabeli 1 można zauważyć, że struktura aktywów Korporacji nie wykazuje większych wahań. Udział aktywów trwałych wynosi 67%. Tak duże obciążenie aktywami trwałymi wynika ze specyfiki sektora. Hutnictwo należy bowiem do przemysłów wysoko kapitałochłonnych. Wymaga to dostosowania czasowej struktury źródeł finansowania do rodzaju finansowanego majątku. Tradycyjne podejście wskazuje na konieczność dostosowania struktury źródeł finansowania do struktury majątku przy uwzględnieniu jego płynności, czyli tempa zamienialności na gotówkę. Długoterminowe aktywa trwałe powinny być zatem w całości finansowane długoterminowymi źródłami finansowania. Jednak w okresie kryzysu gospodarczego i charakterystycznego dla tego okresu niedoboru gotówki, coraz większe zastosowanie w praktyce znajduje dynamiczne podejście do kształtowania struktury kapitału. Zgodnie z tym podejściem struktura aktywów powinna być dostosowana do generowanych przez przedsiębiorstwo przepływów pieniężnych. Takie podejście ma szczególne znaczenie w sektorach o długich cyklach inwestycyjnych, np. przemysł wydobywczy, chemia ciężka, czy energetyka.

Analizując wewnętrzną strukturę aktywów trwałych warto podkreślić, że w warunkach pogorszenia koniunktury gospodarczej nastąpił ubytek wartości firmy powstałej w procesach fuzji i przejęć. Korporacja odpisała w ciężar kosztów w 2008 roku 13,6 mld USD. W 2009 roku wystąpił znaczny wzrost wartości niematerialnych i prawnych, głównie z tytułu wzrostu kosztów prac badawczo-rozwojowych, zakończonych wynikiem pozytywnym, jednak nie wdrażanych do praktyki ze względu na niepewną sytuację gospodarczą i ograniczone środki na finansowanie. W przyszłych okresach rozwiązania te zostaną

wdrożone do praktyki. W warunkach kryzysu koncern ograniczył inwestycje rozwojowe o 30% w relacji do planowanego poziomu przyjętego w założeniach strategicznych. Takie cięcia w inwestycjach wymusiła troska o utrzymanie racjonalnej struktury kapitału. Koncern skoncentrował się na poprawie wykorzystania zdolności produkcyjnych. W 2009 roku stopień wykorzystania tych zdolności wynosił średnio w analizowanym podmiocie 75%. W hutach polskich należących do ArcelorMittal tylko 61,5% mimo najniższego w całym Koncernie kosztu produkcji 1 tony stali<sup>8</sup>. Jest to wynikiem małego zainteresowania polityków współpracą z wielkimi koncernami posiadającymi swoje spółki zależne w Polsce w celu utrzymania miejsc pracy.

Ze struktury aktywów obrotowych wyraźnie wynika, że Koncern starał się uwolnić środki z aktywów obrotowych. W najtrudniejszym okresie aktywa obrotowe spadły z 44 mld USD do 32,8 mld USD w roku 2009. Był to głównie spadek zapasów. Koncern uwalniał gotówkę, utrzymując niskie zapasy w okresie zmniejszonego popytu i spadku cen. Nieznacznie spadły również należności. Charakterystyczny jest ponadto wzrost innych aktywów obrotowych. Spółka aktywowała część kosztów przesuując je do rozliczeń międzyokresowych dla poprawy wyniku finansowego i ułatwienia dostępu do kapitałów obcych. Również płatności ubezpieczeń zostały rozliczone w czasie, podczas gdy wcześniej były regulowane na początku roku co poprzez wykorzystanie opustów cenowych zmniejszało koszty korzystania z tego typu usług. W 2010 roku sytuacja na rynku zbytu wyrobów hutniczych uległa poprawie, co skłoniło menedżerów analizowanego podmiotu do odbudowania zapasów.

Tabela 2

## Struktura źródeł finansowania majątku AcelorMittal

Pasywa	Wartość w mln USD			Struktura, %		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Kapitał własny	55 198	61 084	62 430	41,5	47,8	47,7
Zadłużenie	77 890	66 613	68 474	58,5	52,2	52,3
a) długoterminowe	47 130	43 122	37 751	35,4	33,8	28,8
b) krótkoterminowe	30 760	23 491	30 723	23,1	18,4	23,5
Ogółem	133 088	127 697	130 934	100,0	100,0	100,0
Kapitał stały	102 328	104 206	100 181	76,9	81,6	76,5
Aktywa trwałe	88 129	94 890	88 674	66,2	74,3	67,7
Kapitał obrotowy netto	14 200	9 316	11 507	10,7	7,3	8,8

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych korporacji ArcelorMittal Steel podanych na stronie <http://finance.yahoo.com> (15.02.2012).

<sup>8</sup> Dane Hutniczej Izby Przemysłowo-Handlowej, Przemysł stalowy w Polsce w 2011 roku, HIPH, Katowice 2011.

Ze struktury finansowania aktywów ArcelorMittal, zamieszczonej w tabeli 2 wynika, że Korporacja posiada kapitał obrotowy netto stanowiący rezerwę na bieżące finansowanie aktywów obrotowych ze źródeł długoterminowych. Kapitały stałe stanowiące w 2010 roku 76,5% pasywów są wyższe od aktywów trwałych wynoszących 67,4% o 9,1 pkt proc.

Analizując strukturę finansowania majątku Korporacji zauważyć należy wzrost udziału kapitałów własnych w pasywach z 41,5% w 2008 roku do 47,7% w roku 2010 (tab. 2). Zadłużenie spadło z 77,9 mld USD do 68,5 mld USD w roku 2010. Potwierdza to tezę, że w okresie kryzysu firmy ograniczają finansowanie swojej działalności kapitałami obcymi. Takie same tendencje wystąpiły w sektorze polskich przedsiębiorstw. W warunkach spadku sprzedaży i zysków spada zdolność do obsługi kredytów, stąd podmioty nie zaciągają nowych kredytów a jedynie regulują płatności z tytułu posiadanych kredytów. Dodatkowo dokonują konwersji wymagalnych kredytów na inne elastyczne źródła długu np. na obligacje, co jest efektem restrykcyjnej polityki banków, wyrażającej się zaostrzeniem oceny ryzyka kredytowego, żądaniem wyższych zabezpieczeń, wzrostem marż i prowizji. Firmy, szukając elastycznych form finansowania w stosunku do tradycyjnych form kredytowania, dokonywały konwersji kredytów na obligacje, czego potwierdzeniem jest polityka finansowa ArcelorMittal.

Dane zawarte w tabeli 3 pozwalają na przeanalizowanie struktury zobowiązań Korporacji.

Tabela 3

## Struktura zobowiązań AcelorMittal w latach 2008–2010

Wyszczególnienie	Wartość mln USD			Struktura %		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Zobowiązania długoterminowe	47 130	43 122	37 751	60,5	64,7	55,1
– kredyty i pożyczki	25 667	20 677	19 292	32,9	31,0	28,2
– kapitał mniejszości	4 032	4 353	3 670	5,2	6,5	5,3
– inne zobowiązania odsetkowe	3 925	5 365	3 603	5,0	8,1	5,3
– rozliczenia międzyokresowe	13 506	12 727	11 186	17,4	19,1	16,3
Zobowiązania krótkoterminowe	30 760	23 491	30 723	39,5	35,3	44,9
– zobowiązania z tytułu dostaw	18 689	17 912	20 627	24,0	26,9	30,2
– zobowiązania wobec instytucji publiczno-prawnych	8 409	4 125	6 716	10,8	6,2	9,8
– inne zobowiązania krótkoterminowe	3 662	1 444	3 380	4,7	2,2	4,9
Ogółem	77 890	66 613	68 474	100,0	100,0	100,0

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych korporacji ArcelorMittal Steel podanych na stronie <http://finance.yahoo.com> (15.02.2012).

Z danych tych wynika, że w strukturze długu spada udział zadłużenia długoterminowego. Zadłużenie to spadło z 47,1 mld USD do 37,7 mld USD. W strukturze długu udział



zadłużenia długoterminowego spadł z 64,7% w 2009 roku do 55,1% w roku 2010. Najważniejszą pozycją w zadłużeniu długoterminowym, stanowiącą średnio 30%, są długi z tytułu kredytów i obligacji. W strukturze długu relatywnie duży jest udział rozliczeń międzyokresowych. Rozliczenia długoterminowe stanowiły w 2010 roku 16,3%, a rozliczenia krótkoterminowe 4,9% łącznych zobowiązań, czyli prawie 21%. W rozliczeniach tych zawarte są głównie rezerwy na przyszłe zobowiązania.

W zobowiązaniach krótkoterminowych dominują zobowiązania z tytułu dostaw. Stanowiły one ponad 30% łącznych zobowiązań. Świadczy to o tym, że Korporacja szeroko korzysta z kredytu kupieckiego, udzielanego przez poddostawców. Zobowiązania te w 2010 roku wynosiły ponad 20 mld USD. Na uwagę zasługuje kształtowanie się relacji zobowiązań wobec dostawców do należności od odbiorców. W kolejnych badanych latach relacja ta wynosiła 2,8; 3,1; 3,6, co oznacza, że Korporacja coraz szerzej korzystała z kredytu kupieckiego. W 2010 roku kredyty udzielone przez dostawców były 3,6 razy wyższe niż kredyty kupieckie udzielone przez analizowany podmiot swoim odbiorcom.

Siła rynkowa korporacji i polityka ograniczania podaży, stwarzanie sytuacji niedoboru wyrobów hutniczych na rynku stawia odbiorców tych wyrobów w trudnej sytuacji. Muszą oni kupować za gotówkę lub uzyskują krótkie terminy płatności faktur, co pogarsza ich płynność finansową. Korporacja nie musi korzystać z krótkoterminowych kredytów bankowych do finansowania bieżącej działalności operacyjnej, gdyż szeroko wykorzystuje do tego celu kredyt kupiecki. Dla dostawców wyspecjalizowanych w dostawach do sektora hutniczego długie terminy płatności powodują zagrożenie upadłością, zwłaszcza podmiotów słabszych finansowo. Na rynku zostają podmioty mocne, które umacniają jeszcze swoją pozycję i mogą w przyszłości dyktować ceny. Takie działanie Korporacji wydaje się krótkowzroczne gdyż w dłuższym okresie czasu to ona traci na braku konkurencji między poddostawcami.

### **Obligacje w strukturze finansowania ArcelorMittal**

W celu uregulowania wymagalnych kredytów bankowych i zapewnienia długoterminowego finansowania, Koncern emitował obligacje. Poziom emisji w kolejnych latach prezentują dane zawarte w tabeli 4.

Największe firmy światowe, w tym hutnicze notowane na giełdach światowych w celu finansowania działalności, emitowały obligacje. W pierwszej dziesiątce największych firm górniczo-metalurgicznych publikowanych przez Ernst and Young znajdują się wielkie koncerny stalowe. Najwięcej środków na rynku długu pozyskiwała Korporacja ArcelorMittal. W 2008 roku wyemitowane zostały 2 serie obligacji, w 2009 roku było to 5 serii zaś w 2010 roku 3 serie. ArcelorMittal wyemitował w ciągu trzech lat obligacje na kwotę 13,6 mld USD, co stanowi 10% wartości aktywów Koncernu.

Wielkość kuponów odsetkowych prezentuje tabela 5.

Tabela 4

Wartość emisji obligacji największych koncernów stalowych w latach 2008–2010

Wyszczególnienie	2008	2009	2010
ArcelorMittal	2989	6638	3879
Evraz Group	2002		
Sougang Group Corporation	1320		1039
Posco Co Ltd			1568
Nippon Steel Corporation	1880		
OAO SeverStal	1250		

Źródło: na podstawie: raportów Ernst&Young 2008: *the year when cash was king*; 2009: *the year of survival and revival* oraz 2010 *Ungeared for growth*.

Tabela 5

Poziom kuponów odsetkowych w największych korporacjach hutniczych

Wyszczególnienie	Odsetki (%)	Okres wykupu (lata)	Wartość emisji (mln USD)
	2008		
AcelorMittal NV	5,375	5	1 495
	6,125	10	1 493
Sougang Group Corporation	4,16	10	587
	4,36	10	733
Evraz Group	8,875	5	1 301
	9,371	5	151
	9,5	10	550
Nippon SteelCorp.	1,55	4	288
	1,435	6	595
	1,907	10	810
OAO SverStal	9,75	10	1 250
2009			
AcelorMittal NV	8,25	4	2 090
	9,85	10	1 463
	9,38	7	1 391
	7,00	30	952
	9,00	5	742

Evraz Group ma zdwersyfikowaną działalność. Należą do niej duże huty Mognitogorsk, Zaporozec, Zapadno-syberyjska, Witkowice, dwie huty we Włoszech itp.

Brak jest informacji o wielkości kuponów odsetkowych w 2010 roku.

Źródło: na podstawie: raportów Ernst&Young 2008: *the year when cash was king* oraz 2009: *the year of survival and revival*.

W 2009 roku kryzys gospodarczy nasilił się, stąd koszty pozyskania kapitału na rynku długu wzrosły. O ile w 2008 roku w ArcelorMittal wynosiły one przy emisji obligacji niewiele ponad 6,0%, to już w 2009 roku średnio prawie 9,0%. Kupony odsetkowe ostatniej serii wyemitowanej pod koniec 2009 roku wynosiły prawie 10,0%. Warto zwrócić uwagę na okres wykupu obligacji. Jest on długi i dostosowany do przepływów pieniężnych, jakie będą generowane z inwestycji finansowanych ze środków pozyskanych z obligacji. Poziom przyszłych przepływów pieniężnych stanowi więc główny czynnik przyszłej zdolności do ponoszenia stałych obciążeń odsetkowych i wykupu obligacji. Szacunki tych przepływów w Koncernie wykazały, że bezpieczne dla płynności finansowej będą obligacje 10- i 30-letnie.

Operacyjna działalność Koncernu jest finansowana, jak już wcześniej wspomniano, kredytem kupieckim i innymi krótkoterminowymi zobowiązaniami, przy niewielkim zaangażowaniu kapitału obrotowego netto. Rosyjskie koncerny emitują obligacje głównie w celu poprawy płynności finansowej, co ograniczy koszty niedoborów płynności, ale w okresie płatności odsetek nie przyniesie takiego zysku, jak z nowych inwestycji, głównie produkcyjnych, realizowanych w koncernach konkurencyjnych. Ten sam sposób pozyskania kapitału przy różnym jego zastosowaniu może pogarszać w przyszłych okresach konkurencyjność rynkową koncernów rosyjskich.

W celu oceny wysokości kosztu kapitału pozyskanego z obligacji w ArcelorMittal zaprezentowano średnie kupony odsetkowe od obligacji na różnych rynkach. Koncern posiada swoje spółki w kilkunastu krajach w różnych regionach świata.

Koszty pozyskania kapitału zależą od ratingowej oceny poziomu ryzyka. Poszczególne regiony gospodarcze cechuje dość zróżnicowany poziom ryzyka publikowanego przez agencje ratingowe. Średnie kupony odsetkowe od obligacji emitowanych w sektorze hutniczo-górnicyzm w zależności od charakterystyki inwestycyjnej prezentują dane zawarte w tabeli 6.

Tabela 6

Średnie kupony odsetkowe od obligacji emitowanych w sektorze hutniczo-górnicyzm w zależności od charakterystyki inwestycyjnej (%)

Wyszczególnienie	2009	2010
Obligacje rynków wschodzących (emerging markets bonds)	9,6	9,6
Obligacje rynków wschodzących/ poziom inwestycyjny (rating BBB i powyżej)	8,6	7,8
Obligacje o wysokim oprocentowaniu (high yield)	9,7	8,3
Obligacje o poziomie inwestycyjnym (rating BBB i powyżej)	5,3	4,7

Źródło: Ernst & Young.

W 2010 roku, wraz ze stabilizowaniem się sytuacji gospodarczej, koszty kapitału nieznacznie spadły poza odsetkami od obligacji rynków wschodzących, których ocena ratingowa jest niska, ale stabilna w okresie ostatnich 5 lat. W Polsce oprocentowanie obligacji z emisji publicznych oparte jest na stawce WIBOR3M lub WIBOR6M, powiększonej o marżę zależną od poziomu ryzyka i kształtuje się w przedziale 10–13%. Przykładowo spółka Navi Group SA płaci rocznie za obligacje stawkę WIBOR3M powiększoną o 8,7% a Marvipol SA WIBOR3M powiększoną o 4,29%. Opublikowane poziomy kuponów odsetkowych przy emisjach publicznych nie dotyczą jednak przemysłu hutniczego, stąd nie mogą stanowić bazy porównań dla analizowanego Koncernu.

Jak wynika z danych zamieszczonych w tabelach 5 i 6, koszty pozyskania kapitału poprzez emisję obligacji w ArcelorMittal nie odbiegają od poziomu średniego oprocentowania obligacji na rynkach, na których prowadzi on działalność gospodarczą.

## Podsumowanie

Reasumując, rozważania dotyczące finansowania korporacji międzynarodowych prowadzą do stwierdzenia, że finansowanie przedsiębiorstw w ramach korporacji międzynarodowej może przynosić korzyści zarówno firmie finansowanej, jak i finansującej. Dostęp do źródeł finansowania korporacji międzynarodowych jest znacznie łatwiejszy niż krajowych grup kapitałowych. Mogą one szerzej korzystać z międzynarodowych rynków finansowych zdywersyfikowanych pod względem geograficznym i walutowym oraz finansowania wewnątrz korporacyjnego. Szerszy zakres dywersyfikacji źródeł finansowania wynika z umiędzynarodowienia procesu finansowania korporacji oraz z powiązań kapitałowych między podmiotami korporacji, co ułatwia przepływy pieniężne stwarzające możliwości wzajemnego uzupełniania niedoborów płynności finansowej. Może to stwarzać dodatkowe ryzyka finansowe, ale też może przyczynić się do obniżki kosztu kapitału. Dodatkowo trzeba podkreślić, że dostęp do finansowania wewnątrz korporacyjnego może być łatwiejszy niż do kapitału pozyskiwanego z rynków finansowych. Środki takie są bardziej elastyczne, co ułatwia dotrzymanie terminów zapadalności długu.

Analiza danych korporacji ArcelorMittal pozwala potwierdzić postawione we wstępie hipotezy dotyczące przebudowy struktur finansowania korporacji międzynarodowych. W warunkach wzrostu ryzyka w okresie kryzysu gospodarczego spółki szerzej finansują się kapitałami własnymi oraz kredytem kupieckim. Możliwości wykorzystania kredytu kupieckiego jako źródła finansowania są tym większe, im większa jest siła korporacji wobec swoich dostawców.

## Literatura

- Duliniec A.: *Finansowanie przedsiębiorstwa Strategie i instrumenty*, PWE, Warszawa 2011.
- Duliniec A.: *Specyfika finansowania przedsiębiorstw w ramach korporacji międzynarodowej*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 5.

- Głuchowski J., Huterski R., Jaaskelainen V., Nielsen P.: *Zarządzanie finansami w korporacjach międzynarodowych*, Toruń 2001.
- Grzywacz J.: *Cash pooling w efektywnym zarządzaniu gotówką przez przedsiębiorstwo*, [w:] *Zarządzanie majątkiem obrotowym w przedsiębiorstwie*, red. J. Grzywacz, SGH w Warszawie, Warszawa 2006.
- Mizerka J.: *Ku nowemu paradygmatowi w finansach korporacji*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2010, nr 144.
- Różański J.: *Strategie finansowania przedsiębiorstw międzynarodowych*, [w:] *Rynek finansowy – instytucje, narzędzia strategii*, red. P. Karpuś, J. Węclawski, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2003.
- The year when cash was the king*, raport Ernst&Young, 2008.
- The year of survival and revival*, raport Ernst&Young, 2009.
- Ungeared for growth*, raport Ernst&Young, 2010.
- Żak J.: *Międzynarodowe centra rozliczeniowe – aspekty dewizowe*, [www.monitorpodatkowy.pl](http://www.monitorpodatkowy.pl).

dr inż. Arkadiusz Kustra  
Akademia Górniczo-Hutnicza w Krakowie  
Katedra Ekonomiki i Zarządzania w Przemśle

mgr Agata Sierpińska-Sawicz  
Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie  
Katedra Finansów

## Streszczenie

W artykule zawarte zostały problemy finansowania korporacji międzynarodowych. Specyfika finansowania spółek wewnątrz korporacji międzynarodowych polega przede wszystkim na dywersyfikacji źródeł finansowania i większej ich dostępności dla podmiotów, wynikającej z umiędzynarodowienia procesu finansowania. Ryzyko finansowania takich podmiotów jest mniejsze, co ogranicza koszty korzystania z kapitału.

Dla potwierdzenia teoretycznych rozważań posłużono się przykładem korporacji ArcelorMittal, która stosuje większość scharakteryzowanych form finansowania. W warunkach kryzysu badana korporacja szerzej korzystała z emisji obligacji, z których środki posłużyły do uregulowania wymagalnych kredytów bankowych. W celu utrzymania równowagi finansowej korporacja zwiększyła udział kapitałów własnych w łącznych źródłach finansowania oraz dokonała konwersji kredytów na zobowiązania dłużne o charakterze obligacji.

**FINANCING OF INTERNATIONAL CORPORATIONS  
IN CONDITIONS OF ECONOMIC CRISIS****Summary**

The paper presented the financing problems of international corporations. The specificity of financing in international corporations relies on diversification of financial sources of capital and their availability for enterprises on international market. The risk of financing such corporations is lower, which reduces the cost of capital.

To justify the theoretical considerations, the Arcelor Mittal corporation was used as a practical example, which uses most of presented forms of financing. In conditions of economic crisis, the Arcelor Mittal corporation increased the issue of bonds to finance the debt and loans. In the aim of financial balance optimization the corporation increased the part of common stocks in the capital and drove to conversion from debt to bonds.