

PATRYCJA BĄK\*, ROMAN MAGDA\*\*, TADEUSZ WOŹNY\*\*\*

## **Ocena korzyści wynikających z zastosowania sekurytyzacji w spółce węglowej**

### **Słowa kluczowe**

Górnictwo węgla kamiennego, analiza finansowa, wskaźniki oceny finansowej, sekurytyzacja aktywów, spółka węglowa, strategia

### **Streszczenie**

Analiza możliwości wykorzystania sekurytyzacji aktywów w spółce węglowej stanowi przedmiot rozważań niniejszego artykułu. Powyższą analizę przeprowadzono na przykładzie spółki AAA S.A. z branży górnictwa węgla kamiennego.

### **Wprowadzenie**

W niniejszej pracy, trzeciej z podjętego cyklu prezentującego wyniki badań nad problematyką oceny wpływu sekurytyzacji aktywów na kształtowanie się wybranych wskaźników finansowych (Bąk i in. 2006a, b), dokonano symulacji wpływu sekurytyzacji na wskaźniki finansowe na przykładzie spółki AAA S.A. z branży górnictwa węgla kamiennego.

Na przykładzie danych charakteryzujących spółkę AAA S.A. w latach 2003 i 2004 opublikowanych w Biuletynie Informacji Publicznej wykonano odpowiednie obliczenie symulacyjne.

---

\* Mgr, \*\* Prof. dr hab. inż., \*\*\* Dr inż., Wydział Górnictwa i Geoinżynierii AGH, Kraków.

Podjęto próbę znalezienia instrumentu finansowego alternatywnego do kredytu bankowego — sekurytyzację aktywów. Zaproponowano zastosowanie powyższego instrumentu w celu zdobycia kapitału niezbędnego do utrzymania się firmy na rynku, kapitału niezbędnego na spłatę zobowiązań bądź też na bieżącą działalność firmy. Założono, że programem sekurytyzacji aktywów spółki AAA S.A. obejmie się należności za węgiel dostarczany przez producentów do podmiotów energetyki zawodowej. W przypadku sekurytyzacji należności wynikających ze sprzedaży węgla kamiennego ważną cechą zwiększającą bezpieczeństwo dla inwestorów jest charakter i cechy towaru, na którym bazują umowy handlowe. Węgiel kamienny jest dobrem łatwo zbywalnym, zerwanie umów z podmiotami energetyki zawodowej nie oznacza utraty możliwości spieniężenia zapasów surowca.

### 1. Analiza wskaźnikowa spółki węglowej przed i po sekurytyzacji

Zakłada się, że bilans przedsiębiorstwa AAA S.A. prezentuje się tak, jak w tabeli 1. Analizując bilans przedsiębiorstwa AAA S.A., które decyduje się na sekurytyzację pozabilansową następuje wyodrębnienie i przeniesienie puli aktywów — należności krótkoterminowych w kwocie 1 217 129,55 tys. zł w 2003 roku oraz 871 936,47 tys. zł w roku 2004. do spółki specjalnego przeznaczenia (*true sale*). Struktura bilansu firmy pozostaje bez zmian, co obrazuje tabela 2, jedynie miała miejsce zamiana należności krótkoterminowych na gotówkę o tej samej wartości. Niezmienne pozostają również wskaźniki zadłużenia i rentowności aktywów zaprezentowane w tabeli 3 oraz na rysunku 1. Dopiero w momencie wykorzystania pozyskanych z sekurytyzacji środków w bilansie zachodzą zmiany sumy bilansowej (tab. 4). Środki uzyskane w wyniku sekurytyzacji AAA S.A. może przeznaczyć na spłatę swoich zobowiązań w całości lub w części i wtedy zmienia się struktura aktywów i pasywów oraz następuje spadek ryzyka finansowego firmy. Dzięki temu poprawiają się wskaźniki zadłużenia, które zestawiono w tabeli 5. Poprawa wskaźników zadłużenia (rys. 2) oznacza lepszą ocenę wiarygodności kredytowej przedsiębiorstwa. Dla firmy, która miała problemy z pozyskaniem kredytu bankowego może to oznaczać możliwość ponownego korzystania z tego instrumentu. Wybrane pozycje bilansu firmy biorące udział w transakcji sekurytyzacji zaprezentowano odpowiednio w tabeli 6 oraz tabeli 7 w podziale na lata 2003 i 2004. Graficznie zmiany pozycji bilansowych zobrazowano na rysunkach 3 oraz 4, również odpowiednio dla roku 2003 i 2004.

Spłata zadłużenia przy wykorzystaniu środków z sekurytyzacji podwyższa ocenę inwestorów w sferze sytuacji ekonomiczno-finansowej firmy. Poprawa wskaźników finansowych obniża ryzyko kredytowe inicjatora sekurytyzacji, między innymi ryzyko inwestycji w jego dłużne papiery wartościowe, co w efekcie podwyższa jego rating i obniża koszt pozyskania kapitału obcego (Styn 2001b). Może również oznaczać poprawę sytuacji gospodarczej firmy, która w warunkach efektywnego rynku kapitałowego i taniej wyceny spółki przez inwestorów spowodować może wzrost popytu na jej akcje (w przypadku gdy spółka jest notowana na GPW) i obniżyć koszt kapitału własnego.

TABELA I

Wyjściowa struktura bilansu spółki AAA S.A. w tys. zł (stan na dzień 31.12.2003 i 31.12.2004 r.)

TABLE I

A structure of balance sheet company AAA SA in thousands zł (31.12.2003 i 31.12.2004 r.)

Wyszczególnienie	Stan na dzień	
	31.12.2003	31.12.2004
I	2	3
<b>AKTYWA</b>		
<b>A. Aktywa trwałe</b>	<b>7 595 842,20</b>	<b>8 665 102,62</b>
<b>I. Wartości niematerialne i prawne:</b>	<b>5 462,36</b>	<b>429 250,02</b>
<b>II. Rzeczowe aktywa trwałe</b>	<b>7 472 211,05</b>	<b>7 497 071,62</b>
1. Środki trwałe	7 109 053,71	7 137 839,82
2. Środki trwałe w budowie	356 781,81	352 638,93
3. Zaliczki na środki trwałe w budowie	6 375,53	6 592,87
<b>III. Należności długoterminowe</b>	<b>519,81</b>	<b>1 106,57</b>
1. Od jednostek powiązanych	0,00	28,13
2. Od pozostałych jednostek	519,81	1 078,44
<b>IV. Inwestycje długoterminowe</b>	<b>3 658,12</b>	<b>270 927,53</b>
1. Nieruchomości	0,00	0,00
2. Wartości niematerialne i prawne	0,00	0,00
3. Długoterminowe aktywa finansowe	3 658,12	270 927,53
a) w jednostkach zależnych i nie będących spółkami handlowymi jednostkach współzależnych niewycenianych metodą konsolidacji pełnej lub proporcjonalnej	346,00	262 316,52
— udziały lub akcje	346,00	262 316,52
— inne papiery wartościowe	0,00	0,00
— udzielone pożyczki	0,00	0,00
— inne długoterminowe aktywa finansowe	0,00	0,00
b) w pozostałych jednostkach	3 312,12	8 611,01
— udziały lub akcje	366,50	5 316,80
— inne papiery wartościowe	0,00	0,00
— udzielone pożyczki	0,00	0,00
— inne długoterminowe aktywa finansowe	2 945,62	3 294,22
4. Inne inwestycje długoterminowe	0,00	0,00
<b>V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>113 990,85</b>	<b>466 746,88</b>
1. Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	76 888,50	429 619,68
2. Inne rozliczenia międzyokresowe	37 102,35	37 127,20
<b>B. Aktywa obrotowe</b>	<b>2 343 235,86</b>	<b>2 163 840,00</b>
<b>I. Zapasy</b>	<b>365 090,46</b>	<b>286 607,48</b>
1. Materiały	81 032,42	87 463,39
2. Półprodukty i produkty w toku	0,00	0,00
3. Produkty gotowe	284 049,54	198 269,20
4. Towary	0,00	268,27
5. Zaliczki na dostawy	8,50	606,72

I	2	3
<b>II. Należności krótkoterminowe</b>	<b>1 217 129,55</b>	<b>871 936,47</b>
1. Od jednostek powiązanych	49,27	40 984,05
2. Od pozostałych jednostek	1 217 080,28	830 952,42
<b>III. Inwestycje krótkoterminowe</b>	<b>472 414,95</b>	<b>683 169,55</b>
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	472 414,95	683 169,55
a) w jednostkach powiązanych	0,00	0,00
b) w pozostałych jednostkach	418 532,00	468 234,01
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	53 882,95	214 935,54
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	0,00	0,00
<b>IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>288 600,90</b>	<b>322 126,50</b>
<b>Aktywa razem</b>	<b>9 939 078,06</b>	<b>10 828 942,62</b>
<b>PASYWA</b>		
<b>A. Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>390 892,65</b>	<b>1 312 722,03</b>
<b>I. Kapitał (fundusz) podstawowy</b>	<b>962 445,00</b>	<b>1 433 141,00</b>
<b>II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>III. Akcje (udziały) własne (wielkość ujemna)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>IV. Kapitał (fundusz) zapasowy</b>	<b>4 473,35</b>	<b>4 473,55</b>
<b>V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny</b>	<b>2 180,63</b>	<b>2 462,99</b>
<b>VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe</b>	<b>22 126,35</b>	<b>22 126,35</b>
<b>VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych</b>	<b>-419,93</b>	<b>-600 332,67</b>
<b>VIII. Zysk (strata) netto</b>	<b>-599 912,75</b>	<b>450 850,81</b>
<b>IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>9 548 185,41</b>	<b>9 516 220,57</b>
<b>I. Rezerwy na zobowiązania</b>	<b>1 537 746,44</b>	<b>2 377 738,43</b>
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	728,02	83 357,82
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	1 030 964,62	1 464 524,68
3. Pozostałe rezerwy	506 053,80	829 855,93
a) długoterminowe	181 141,62	247 692,16
b) krótkoterminowe	324 912,18	582 163,77
<b>II. Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>2 216 519,97</b>	<b>1 962 239,78</b>
1. Wobec jednostek powiązanych	0,00	0,00
2. Wobec pozostałych jednostek	2 216 519,97	1 962 239,78
<b>III. Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>3 312 593,93</b>	<b>3 108 612,49</b>
1. Wobec jednostek powiązanych	374,44	50 971,57
2. Wobec pozostałych jednostek	3 207 051,46	2 955 789,81
3. Fundusze specjalne	105 168,03	101 851,11
<b>IV. Rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>2 481 325,07</b>	<b>2 067 629,87</b>
1. Ujemna wartość firmy	2 480 732,15	2 046 040,23
2. Inne rozliczenia międzyokresowe	592,92	21 589,64
a) długoterminowe	1,81	5 192,80
b) krótkoterminowe	591,11	16 396,84
<b>Pasywa razem</b>	<b>9 939 078,06</b>	<b>10 828 942,60</b>

TABELA 2

Bilans spółki AAA S.A. po sekurytyzacji pozabilansowej należności krótkoterminowych w tys. zł  
(stan na dzień 31.12.2003 i 31.12.2004 r.)

TABLE 2

Balance sheet AAA SA after securitization in thousands zł (31.12.2003 and 31.12.2004)

Wyszczególnienie	Stan na dzień	
	31.12.2003	31.12.2004
I	2	3
<b>AKTYWA</b>		
<b>A. Aktywa trwałe</b>	<b>7 595 842,20</b>	<b>8 665 102,62</b>
<b>I. Wartości niematerialne i prawne:</b>	<b>5 462,36</b>	<b>429 250,02</b>
<b>II. Rzeczowe aktywa trwałe</b>	<b>7 472 211,05</b>	<b>7 497 071,62</b>
1. Środki trwałe	7 109 053,71	7 137 839,82
2. Środki trwałe w budowie	356 781,81	352 638,93
3. Zaliczki na środki trwałe w budowie	6 375,53	6 592,87
<b>III. Należności długoterminowe</b>	<b>519,81</b>	<b>1 106,57</b>
1. Od jednostek powiązanych	0,00	28,13
2. Od pozostałych jednostek	519,81	1 078,44
<b>IV. Inwestycje długoterminowe</b>	<b>3 658,12</b>	<b>270 927,53</b>
1. Nieruchomości	0,00	0,00
2. Wartości niematerialne i prawne	0,00	0,00
3. Długoterminowe aktywa finansowe	3 658,12	270 927,53
a) w jednostkach zależnych i nie będących spółkami handlowymi jednostkach wółzależnych niewycenianych metodą konsolidacji pełnej lub proporcjonalnej	346,00	262 316,52
— udziały lub akcje	346,00	262 316,52
— inne papiery wartościowe	0,00	0,00
— udzielone pożyczki	0,00	0,00
— inne długoterminowe aktywa finansowe	0,00	0,00
b) w pozostałych jednostkach	3 312,12	8 611,01
— udziały lub akcje	366,50	5 316,80
— inne papiery wartościowe	0,00	0,00
— udzielone pożyczki	0,00	0,00
— inne długoterminowe aktywa finansowe	2 945,62	3 294,22
4. Inne inwestycje długoterminowe	0,00	0,00
<b>V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>113 990,85</b>	<b>466 746,88</b>
1. Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	76 888,50	429 619,68
2. Inne rozliczenia międzyokresowe	37 102,35	37 127,20
<b>B. Aktywa obrotowe</b>	<b>2 343 235,86</b>	<b>2 163 840,00</b>
<b>I. Zapasy</b>	<b>365 090,46</b>	<b>286 607,48</b>
1. Materiały	81 032,42	87 463,39
2. Półprodukty i produkty w toku	0,00	0,00
3. Produkty gotowe	284 049,54	198 269,20
4. Towary	0,00	268,27
5. Zaliczki na dostawy	8,50	606,72

1	2	3
<b>II. Gotówka</b>	<b>1 217 129,55</b>	<b>871 936,47</b>
<b>III. Inwestycje krótkoterminowe</b>	<b>472 414,95</b>	<b>683 169,55</b>
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	472 414,95	683 169,55
a) w jednostkach powiązanych	0,00	0,00
b) w pozostałych jednostkach	418 532,00	468 234,01
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	53 882,95	214 935,54
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	0,00	0,00
<b>IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>288 600,90</b>	<b>322 126,50</b>
<b>Aktywa razem</b>	<b>9 939 078,06</b>	<b>10 828 942,62</b>
<b>PASYWA</b>		
<b>A. Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>390 892,65</b>	<b>1 312 722,03</b>
<b>I. Kapitał (fundusz) podstawowy</b>	<b>962 445,00</b>	<b>1 433 141,00</b>
<b>II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>III. Akcje (udziały) własne (wielkość ujemna)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>IV. Kapitał (fundusz) zapasowy</b>	<b>4 473,35</b>	<b>4 473,55</b>
<b>V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny</b>	<b>2 180,63</b>	<b>2 462,99</b>
<b>VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe</b>	<b>22 126,35</b>	<b>22 126,35</b>
<b>VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych</b>	<b>-419,93</b>	<b>-600 332,67</b>
<b>VIII. Zysk (strata) netto</b>	<b>-599 912,75</b>	<b>450 850,81</b>
<b>IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>9 548 185,41</b>	<b>9 516 220,57</b>
<b>I. Rezerwy na zobowiązania</b>	<b>1 537 746,44</b>	<b>2 377 738,43</b>
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	728,02	83 357,82
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	1 030 964,62	1 464 524,68
3. Pozostałe rezerwy	506 053,80	829 855,93
a) długoterminowe	181 141,62	247 692,16
b) krótkoterminowe	324 912,18	582 163,77
<b>II. Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>2 216 519,97</b>	<b>1 962 239,78</b>
1. Wobec jednostek powiązanych	0,00	0,00
2. Wobec pozostałych jednostek	2 216 519,97	1 962 239,78
<b>III. Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>3 312 593,93</b>	<b>3 108 612,49</b>
1. Wobec jednostek powiązanych	374,44	50 971,57
2. Wobec pozostałych jednostek	3 207 051,46	2 955 789,81
3. Fundusze specjalne	105 168,03	101 851,11
<b>IV. Rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>2 481 325,07</b>	<b>2 067 629,87</b>
1. Ujemna wartość firmy	2 480 732,15	2 046 040,23
2. Inne rozliczenia międzyokresowe	592,92	21 589,64
a) długoterminowe	1,81	5192,8
b) krótkoterminowe	591,11	16396,84
<b>Pasywa razem</b>	<b>9 939 078,06</b>	<b>10 828 942,60</b>

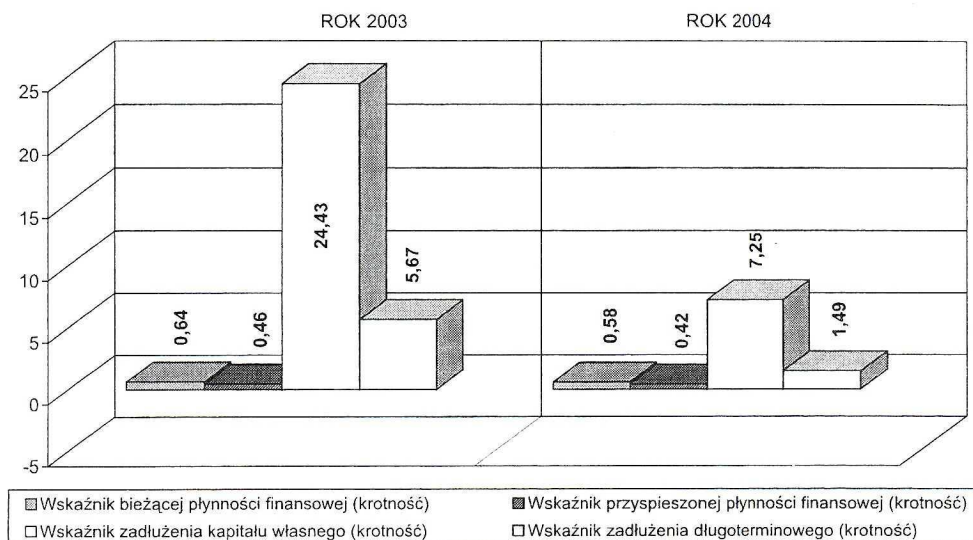
TABELA 3

Wskaźniki finansowe AAA S.A. w sytuacji wyjściowej oraz po sekurytyzacji pozabilansowej w latach 2003—2004

TABLE 3

Financial indicators AAA SA in the initial phase and after securitization in years 2003—2004

Wyszczególnienie	Rok	
	2003	2004
Wskaźnik bieżącej płynności finansowej (krotność)	0,64	0,58
Wskaźnik przyspieszonej płynności finansowej (krotność)	0,46	0,42
Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego (krotność)	24,43	7,25
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego (krotność)	5,67	1,49



Rys. 1. Wskaźniki finansowe AAA S.A. w sytuacji wyjściowej oraz po sekurytyzacji pozabilansowej w latach 2003—2004

Fig. 1. Financial indicators AAA SA in the initial phase and after securitization in years 2003—2004

TABELA 4

Bilans spółki AAA S.A. po wykorzystaniu gotówki do spłaty zadłużenia w tys. zł  
(stan na dzień 31.12.2003 i 31.12.2004 r)

TABLE 4

Balance sheet AAA SA after utilization of cash for debt's repayment in thousands zł  
(31.12.2003 and 31.12.2004)

Wyszczególnienie	Stan na dzień	
	31.12.2003	31.12.2004
I	2	3
<b>AKTYWA</b>		
<b>A. Aktywa trwałe</b>	<b>7 595 842,20</b>	<b>8 665 102,62</b>
<b>I. Wartości niematerialne i prawne:</b>	<b>5 462,36</b>	<b>429 250,02</b>
<b>II. Rzeczowe aktywa trwałe</b>	<b>7 472 211,05</b>	<b>7 497 071,62</b>
1. Środki trwałe	7 109 053,71	7 137 839,82
2. Środki trwałe w budowie	356 781,81	352 638,93
3. Zaliczki na środki trwałe w budowie	6 375,53	6 592,87
<b>III. Należności długoterminowe</b>	<b>519,81</b>	<b>1 106,57</b>
1. Od jednostek powiązanych	0,00	28,13
2. Od pozostałych jednostek	519,81	1 078,44
<b>IV. Inwestycje długoterminowe</b>	<b>3 658,12</b>	<b>270 927,53</b>
1. Nieruchomości	0,00	0,00
2. Wartości niematerialne i prawne	0,00	0,00
3. Długoterminowe aktywa finansowe	3 658,12	270 927,53
a) w jednostkach zależnych i nie będących spółkami handlowymi jednostkach współzależnych niewycenianych metodą konsolidacji pełnej lub proporcjonalnej	346,00	262 316,52
— udziały lub akcje	346,00	262 316,52
— inne papiery wartościowe	0,00	0,00
— udzielone pożyczki	0,00	0,00
— inne długoterminowe aktywa finansowe	0,00	0,00
b) w pozostałych jednostkach	3 312,12	8 611,01
— udziały lub akcje	366,50	5 316,80
— inne papiery wartościowe	0,00	0,00
— udzielone pożyczki	0,00	0,00
— inne długoterminowe aktywa finansowe	2 945,62	3 294,22
4. Inne inwestycje długoterminowe	0,00	0,00
<b>V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>113 990,85</b>	<b>466 746,88</b>
1. Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	76 888,50	429 619,68
2. Inne rozliczenia międzyokresowe	37 102,35	37 127,20
<b>B. Aktywa obrotowe</b>	<b>1 126 106,31</b>	<b>1 291 903,53</b>
<b>I. Zapasy</b>	<b>365 090,46</b>	<b>286 607,48</b>
1. Materiały	81 032,42	87 463,39
2. Półprodukty i produkty w toku	0,00	0,00
3. Produkty gotowe	284 049,54	198 269,20
4. Towary	0,00	268,27
5. Zaliczki na dostawy	8,50	606,72



1	2	3
<b>II. Inwestycje krótkoterminowe</b>	<b>472 414,95</b>	<b>683 169,55</b>
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	472 414,95	683 169,55
a) w jednostkach powiązanych	0,00	0,00
b) w pozostałych jednostkach	418 532,00	468 234,01
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	53 882,95	214 935,54
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	0,00	0,00
<b>III. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>288 600,90</b>	<b>322 126,50</b>
<b>Aktywa razem</b>	<b>8 721 948,51</b>	<b>9 957 006,15</b>
<b>PASYWA</b>		
<b>A. Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>390 892,65</b>	<b>1 312 722,03</b>
<b>I. Kapitał (fundusz) podstawowy</b>	<b>962 445,00</b>	<b>1 433 141,00</b>
<b>II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>III. Akcje (udziały) własne (wielkość ujemna)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>IV. Kapitał (fundusz) zapasowy</b>	<b>4 473,35</b>	<b>4 473,55</b>
<b>V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny</b>	<b>2 180,63</b>	<b>2 462,99</b>
<b>VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe</b>	<b>22 126,35</b>	<b>22 126,35</b>
<b>VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych</b>	<b>-419,93</b>	<b>-600 332,67</b>
<b>VIII. Zysk (strata) netto</b>	<b>-599 912,75</b>	<b>450 850,81</b>
<b>IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>8 331 055,86</b>	<b>8 644 284,10</b>
<b>I. Rezerwy na zobowiązania</b>	<b>1 537 746,44</b>	<b>2 377 738,43</b>
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	728,02	83 357,82
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	1 030 964,62	1 464 524,68
3. Pozostałe rezerwy	506 053,80	829 855,93
a) długoterminowe	181 141,62	247 692,16
b) krótkoterminowe	324 912,18	582 163,77
<b>II. Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>2 216 519,97</b>	<b>1 962 239,78</b>
1. Wobec jednostek powiązanych	0,00	0,00
2. Wobec pozostałych jednostek	2 216 519,97	1 962 239,78
<b>III. Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>2 095 464,38</b>	<b>2 236 676,02</b>
1. Wobec jednostek powiązanych	374,44	50 971,57
2. Wobec pozostałych jednostek	3 207 051,46	2 955 789,81
3. Fundusze specjalne	105 168,03	101 851,11
<b>IV. Rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>2 481 325,07</b>	<b>2 067 629,87</b>
1. Ujemna wartość firmy	2 480 732,15	2 046 040,23
2. Inne rozliczenia międzyokresowe	592,92	21 589,64
a) długoterminowe	1,81	5192,8
b) krótkoterminowe	591,11	16396,84
<b>Pasywa razem</b>	<b>8 721 948,51</b>	<b>9 957 006,13</b>

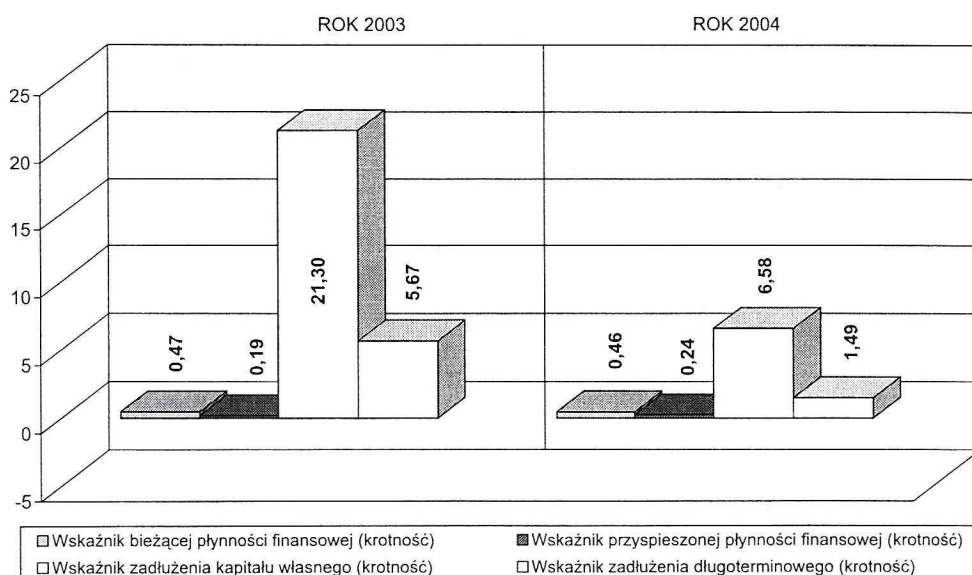
TABELA 5

Wskaźniki finansowe AAA S.A. po wykorzystaniu gotówki do spłaty zadłużenia w latach 2003—2004

TABLE 5

Financial indicators AAA SA after utilization of cash for debt's repayment in years 2003—2004

Wyszczególnienie	Rok	
	2003	2004
Wskaźnik bieżącej płynności finansowej (krotność)	0,46	0,46
Wskaźnik przyspieszonej płynności finansowej (krotność)	0,19	0,24
Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego (krotność)	21,30	6,58
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego (krotność)	5,67	1,49



Rys. 2. Wskaźniki finansowe AAA S.A. po wykorzystaniu gotówki do spłaty zadłużenia w latach 2003—2004

Fig. 2. Financial indicators AAA SA after utilization of cash for debt's repayment in years 2003—2004

## 2. Korzyści z zastosowania sekurytyzacji aktywów w spółce węglowej

Spółka, która przeprowadzi sekurytyzację aktywów może osiągnąć szereg korzyści finansowych. Są to w szczególności:

- Poprawa płynności aktywów obrotowych w wyniku zamiany okresowo nie płynnych ich elementów na gotówkę, co zasadniczo poprawi płynność finansową.

- Pozyskanie środków na finansowanie operacyjnej działalności poza strukturami bilansu. Poprawi to poziom kluczowych wskaźników finansowych takich jak: rentowność aktywów i kapitałów własnych, świadczących o kondycji finansowej spółki oraz o jej potencjale. Poziom stóp zwrotu ma szczególne znaczenie w spółkach publicznych. Przykładowo wykorzystanie finansowania pozabilansowego może wpłynąć na wyższe notowania cen akcji, w warunkach wchodzenia jej na Warszawską Giełdę Papierów Wartościowych.
- Ułatwienie zarządzania różnymi rodzajami ryzyka na jakie narażone są spółki węglowe. Chodzi tu o ryzyko związane z sekurytyzowanymi zapasami i należnościami, ryzyko stóp procentowych i ryzyko walutowe, ryzyko przeterminowanych spłat sekurytyzowanych należności itp.
- Poprawa wiarygodności kredytowej spółki węglowej. Następuje ona poprzez oddzielenie ryzyka kredytowego związanego z sekurytyzowanymi aktywami od ryzyka kredytowego związanego z finansowaniem wydobycia węgla. Inwestorzy nabywający papiery sekurytyzacyjne przejmują na siebie część ryzyka związanego z całym procesem.
- Częściowe uniezależnienie spółki węglowej od kredytowania przez banki. Jest to szczególnie istotne gdy bank ocenia firmę jako podmiot o podwyższonym ryzyku, nie tylko ze względu na wysokie już zadłużenie ale i na słabe perspektywy rozwoju sektora węglowego i utrwalany przez lata jego negatywny obraz ze względu na dotacje budżetowe. Wiele banków podjęło w przeszłości decyzję o obniżeniu zaangażowania kredytowego w tym sektorze i wprowadziło bardziej rygorystyczne wymogi udzielania kredytów niż dla innych sektorów gospodarki.
- Obniżenie średniego kosztu kapitału (WACC), co wpłynie na poprawę efektywności inwestycji i poszerzy spektrum przedsięwzięć opłacalnych. Jest to istotne w warunkach poszerzania frontu wydobycia węgla w okresie dobrej koniunktury, budowy kopalń, ale i dywersyfikacji działalności przy wyczerpywaniu się zasobów węgla.
- Możliwość pozyskania kapitału bez konieczności ujawniania danych o firmie, co ma ważne znaczenie dla firm uczestniczących w przetargach.
- Możliwość pozyskania środków na finansowanie operacyjnej działalności w warunkach, gdy nie będą one dostępne z innych źródeł.

Wymienione korzyści finansowe mogą wystąpić równolegle, gdyż występują między nimi ścisłe powiązania, ale też mogą pojawić się pojedynczo. Będzie to zależeć od organizacji i przebiegu procesu sekurytyzacji.

Jak każda technika finansowania sekurytyzacja oprócz niewątpliwych korzyści może przysporzyć spółce szereg problemów i niedogodności. Pozyskanie środków zabezpieczonych na aktywach o słabej wartości zastawczej, ze względu na wyższe ryzyko może okazać się droższe niż z innych alternatywnych źródeł. Koszt ten podnoszą dodatkowe wydatki na różnego rodzaju usługi realizowane w tym procesie, np. koszty analizy prawnej, opłat dla podmiotów dostarczających zewnętrznych gwarancji, koszty uzyskania ratingu, opłaty dla agenta emisji, powiernika itp. Aktywa nadające się do sekurytyzacji muszą mieć

jednorodny charakter i dać się łatwo wyodrębnić. Wiele podmiotów nie posiada takich aktywów. Transakcje sekurytyzacyjne mają zazwyczaj dość skomplikowaną strukturę, co może utrudniać jej przeprowadzenie w warunkach niejasnych przepisów prawnych dotyczących VAT, opłat skarbowych, podatków od dochodów kapitałowych itp.

### Podsumowanie

Przeprowadzone w pracy analizy pozwalają sformułować poniższe wnioski:

- Zmiana wartości wskaźników finansowych ma miejsce w sytuacji, gdy spółka węglowa przeznaczy gotówkę pochodzącą z procesu sekurytyzacji na spłatę zadłużenia. Bilans firmy pokazuje, iż zmniejszyła się jego suma, ale poprawił się wskaźnik zadłużenia.
- Efekty sekurytyzacji aktywów widoczne są głównie na polu finansowym przedsiębiorstwa.
- Sekurytyzacja stanowi alternatywne źródło pozyskania kapitału w stosunku do innych źródeł pozyskiwania kapitału obcego.
- Sekurytyzacja pozwala na skuteczne zarządzanie aktywami i pasywami firmy, a także oddziela ryzyko kredytowe, które związane jest z wierzytelnościami, od ryzyka związanego z działalnością operacyjną.
- Zastosowanie techniki sekurytyzacji w warunkach polskiej gospodarki wymaga szczegółowego ustalenia zasad emisji papierów dłużnych i ciągłego monitorowania transakcji.
- Wykorzystanie sekurytyzacji w polskim górnictwie powinno wspomagać kontynuację procesu reformowania sektora.
- Wyniki pracy nad podjętym tematem mogłyby służyć w perspektywie ustalaniu zasad techniki sekurytyzacji w warunkach polskiego przemysłu węglowego.

Praca dofinansowana przez MNiSzW — praca statutowa: 11.11.100.856.

### LITERATURA

- Bąk P., Magda R., Woźny T., 2006a — Wpływ sekurytyzacji aktywów na kształtowanie się wybranych wskaźników finansowych. *Gosp. Sur. Miner.* t. 22, z. 1.
- Bąk P., Magda R., Woźny T., 2006b — Analiza możliwości wykorzystania sekurytyzacji aktywów w górnictwie węgla kamiennego. *Gosp. Sur. Miner.* t. 22, z. 2.
- Czyżewski R., Mazurkiewicz A., 2001 — Program sekurytyzacji — przykład Pharmagu S.A. w Gdańsku.
- Janik W., 2001 — Analiza płynności finansowej przedsiębiorstwa. *Doradca Podatnika* nr 18.
- Jaroński P., 2000 — Nowe instrumenty na rynku finansowym — sekurytyzacja. *Gazeta Prawna* nr 71.
- Kosiński A., 1997 — Sekurytyzacja aktywów. Warszawa, Zarządzanie i Finanse.
- Ludwicki K., 2003 — Nowoczesne techniki finansowania przedsiębiorstwa” INFOR, dodatek do Serwisu FK nr 28—29.

- Sierpińska M. 2005 — Sekurytyzacja aktywów — możliwości jej zastosowania w górnictwie węgla kamiennego. *Wiadomości Górnicze* 4.
- Sierpińska M., Jachna T. 2004 — Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych. Warszawa, PWN.
- Sierpińska M., Wędzki D. 1999 — Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie. Warszawa, PWN.
- Styn I. 2000 — Sekurytyzacja aktywów. *Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie*.
- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 roku o obligacjach.

PATRYCJA BAŃK, ROMAN MAGDA, TADEUSZ WOŹNY

**ASSESSMENT OF BENEFITS FOR THE COAL COMPANY RESULTING FROM AN APPLICATION OF SECURITISATION**

**Key words**

Coal mining industry, financial analysis, financial indicators, securitization, coal mining company, strategy

**Abstract**

Analysis of securitization's application for assets in coal mining company is the main subject in this article. The analysis above was done on the basis on the company AAA SA from coal mining industry.