

Angelika Kędzierska-Szczepaniak*
Krzysztof Szczepaniak**

Kredyt czy leasing? Porównanie kosztów finansowania inwestycji

Wstęp

Kapitał jest niezbędnym czynnikiem umożliwiającym inwestowanie oraz rozwój przedsiębiorstwa. Istnieje wiele form pozyskania kapitału, jednak nie wszystkie z nich dostępne są dla małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP). Zwrócenie uwagi na rodzaje form finansowania i problematykę właściwej oceny ich kosztu dla tego konkretnego sektora przedsiębiorstw jest ważne, ponieważ MŚP stanowią 99,8% wszystkich przedsiębiorstw działających w Polsce [*Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2012 roku*, s. 1].

Celem artykułu jest porównanie kosztów finansowych kredytu bankowego i leasingu operacyjnego oraz zbudowanie uniwersalnego modelu ich oceny w warunkach zmiennej wartości pieniądza w czasie. Model porównawczy przedstawiony w opracowaniu wymaga zgromadzenia odpowiednich założeń kształtujących przepływy finansowe związane z wybranymi źródłami finansowania, przeprowadzenia obliczeń dotyczących spłaty zaciągniętych zobowiązań przy uwzględnieniu korzyści finansowych oraz zdyskontowaniu przepływów finansowych w celu wybrania najbardziej korzystnego (najtańszego) wariantu dla przedsiębiorstwa. Analiza dotyczy tych dwóch sposobów pozyskania kapitału obcego, gdyż są one najczęściej wykorzystywane przez sektor MŚP do realizacji inwestycji. Założenia w analizowanym przykładzie zostały przygotowane na podstawie rzeczywistych informacji rynkowych pozyskanych z banków oraz firm leasingowych.

* Dr, Katedra Finansów i Ryzyka Finansowego, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, aszczepaniak@wzr.ug.edu.pl

** Dr, Katedra Inwestycji i Nieruchomości, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, kszczepaniak@wzr.ug.edu.pl

1. Małe i średnie przedsiębiorstwa w Polsce na tle Unii Europejskiej

Podział przedsiębiorstw odbywa się na podstawie ściśle określonych kryteriów zdefiniowanych przez Komisję Europejską [załącznik 1 do rozporządzenia Komisji (WE) nr 800/2008]. Wyróżnić można zatem następujące rodzaje przedsiębiorstw:

- mikro (zatrudniające mniej niż 10 pracowników, których roczny obrót lub całkowity bilans nie przekracza 2 mln EUR),
- małe (zatrudniające mniej niż 50 pracowników, których roczny obrót nie przekracza 10 mln EUR lub całkowity bilans roczny nie przekracza 10 mln EUR),
- średnie, które zatrudniają mniej niż 250 pracowników oraz ich roczny obrót nie przekracza 50 mln EUR lub całkowity bilans roczny nie przekracza 43 mln EUR.
- duże, zatrudniające 250 pracowników i więcej.

Sektor małych i średnich przedsiębiorstw rozwija się w Polsce bardzo dynamicznie i jest podstawową gałęzią gospodarki, stanowiąc, jak wspomniano wcześniej, 99,8% ogółu wszystkich firm. Taki sam udział w gospodarce ma sektor MŚP w Unii Europejskiej [European Commission, 2013, s. 9]. MŚP odgrywają w gospodarce kraju kluczową rolę, ponieważ według raportu Państwowej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości małe i średnie przedsiębiorstwa generowały aż 47,3% PKB przedsiębiorstw w 2011 [Raport o stanie sektora..., s. 15]. Według danych Eurostatu w Polsce działa blisko 1,5 mln przedsiębiorstw, co stawia Polskę na szóstym miejscu w Unii Europejskiej, po Włoszech, Francji, Niemczech, Hiszpanii i Wielkiej Brytanii [European Commission, 2013 SBA Fact Sheet Poland, s. 2].

Poziom przedsiębiorczości, określanej jako udział osób dorosłych, które założyły własną firmę lub podejmują działania w tym kierunku, wynosi w Polsce 25%, tj. jest on wyższy o dwa punkty procentowe od średniej dla całej Unii Europejskiej [Raport o stanie sektora..., s. 22]. Według danych Głównego Urzędu Statystycznego (GUS) działalność inwestycyjną w 2011 roku prowadziło 17,2% przedsiębiorstw, natomiast udział sektora MŚP w inwestycjach przedsiębiorstw wahał się od 44 do 50% [Raport o stanie sektora..., s. 38]. Cały sektor MŚP przeznacza na działalność inwestycyjną wartość środków porównywalną do przedsiębiorstw dużych. Poziom nakładów inwestycyjnych MŚP w 2011 roku wyniósł 80,8 mld zł, a przedsiębiorstw dużych – 80,4 mld zł. Jednocześnie wydatki te były

większe w porównaniu z poprzednim rokiem o 13% w sektorze MŚP i o 14% w przypadku dużych firm.

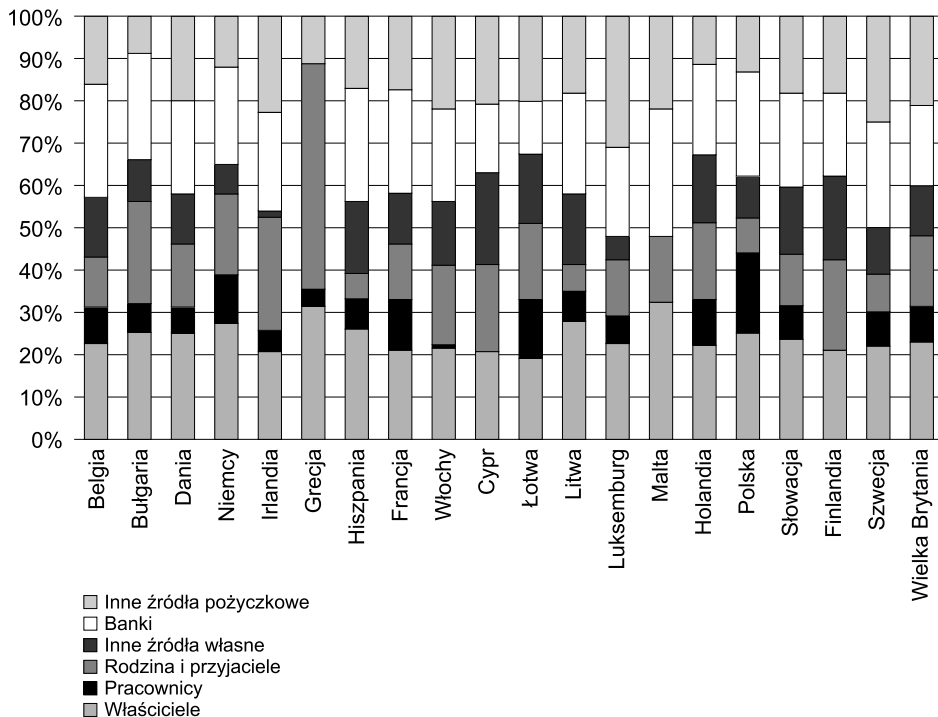
Według raportu Banku Światowego „Doing Business 2013” Polska była liderem jeżeli chodzi o usprawnianie rozwiązań dla sektora MŚP [European Central Bank, 2014, s. 15]. Z drugiej strony warto zwrócić uwagę na fakt, że nadal w wielu obszarach rodzime przedsiębiorstwa borykają się z licznymi problemami w porównaniu z przedsiębiorstwami działającymi w pozostałych krajach Unii Europejskiej. Do najważniejszych z nich należy wykorzystanie innowacji, ekspansja na rynki zagraniczne oraz dostęp do źródeł finansowania. Znaczący udział w gospodarce narodowej nie zmienia faktu, że sektor MŚP napotyka bariery związane przede wszystkim z możliwościami pozyskania kapitału na inwestycje, co w znaczny sposób ogranicza perspektywy ich rozwoju. Dodatkowym problemem jest wybór źródła takiego finansowania, które będzie najkorzystniejsze pod względem kosztów obsługi w całym okresie wykorzystania kapitału.

2. Finansowanie działalności sektora MŚP

Małe i średnie przedsiębiorstwa potrzebują kapitału, aby się rozwijać, jednak dostęp do niektórych form pozyskania finansowania jest dla nich ograniczony. W 2011 roku głównym źródłem finansowania inwestycji dokonywanych przez sektor MŚP był kapitał własny, który finansował 63,4% wszystkich inwestycji. W dalszej kolejności sektor wybierał przede wszystkim kredyty i pożyczki krajowe (17,5%) oraz środki pochodzące z zagranicy (9%) [Raport o stanie sektora..., s. 41]. Według ankiety przeprowadzonej w ramach badań Eurostat najważniejszymi źródłami kapitału w poszczególnych krajach poza kapitałem własnym właściciele są środki pochodzące od rodziny i przyjaciół, pracowników oraz kredyt bankowy (rysunek 1).

Analiza przedstawionych danych wskazuje, iż podstawowym sposobem finansowania działalności MŚP jest kapitał własny. W I kwartale 2014 roku finansowanie przedsięwzięć kapitałem wewnętrznym deklaroowało 90% przedsiębiorstw [Europejski Fundusz Leasingowy, 2014]. Kapitał własny jest jednak droższym sposobem finansowania niż kapitał obcy [Hutchinson, 1995]. Należy zastanowić się zatem nad możliwościami finansowania działalności kapitałem obcym w postaci leasingu oraz kredytu. Racjonalne decyzje z tym związane powinny być dokonywane przede wszystkim na podstawie oceny kosztu pozyskania oraz dostępności wybranego źródła finansowania.

Rysunek 1. Źródła finansowania działalności przez MŚP w krajach Unii Europejskiej w 2011 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [European Commission, 2011].

Według ankiety przygotowanej przez Europejski Bank Centralny „Survey on the access to finance of SME’s in the Euro area” [2013] dostęp do zróżnicowanych form finansowania jest jednym z ważniejszych problemów, które dotyczą zdecydowanie bardziej małych i średnich przedsiębiorstw niż dużych firm.

Według EFL drugim, po kapitale własnym, źródłem finansowania inwestycji małych i średnich przedsiębiorstw jest leasing [Europejski Fundusz Leasingowy, 2014]. Jest to jedna z najważniejszych form finansowania, która konkuruje przede wszystkim z kredytami bankowymi. Dla wielu mniejszych firm, zwłaszcza na wczesnym etapie rozwoju, leasing stanowi jedyną alternatywę finansowania swojej działalności w stosunku do kapitału własnego. Pomijając fakt wyższego kosztu pozyskania kapitału własnego, dostępny wolumen tych środków może być niewystarczający w porównaniu do potrzeb związanych z realizacją planowanej inwestycji. Dodatkowo z leasingiem związane są korzyści podatkowe oraz fakt, że nie obciąża on zdolności kredytowej korzystającego.

Określenie „leasing” pochodzi od angielskiego słowa *to lease*, oznaczającego dzierżawić, wynajmować. Jednak ekonomiczny charakter umowy leasingowej to coś więcej niż sama dzierżawa, ponieważ umowa leasingowa niejednokrotnie zawiera w sobie opcję wykupu przedmiotu leasingu przez leasingobiorcę po zakończeniu trwania umowy. Leasing jest przedmiotem zainteresowania małych i średnich przedsiębiorstw na całym świecie. Jako metoda finansowania inwestycji wykształcił się na początku lat 50. XX wieku w Stanach Zjednoczonych, natomiast w Europie Zachodniej pojawił się około 10 lat później [Krzemińska, 2002, s. 51]. W Polsce przez lata funkcjonował jako umowa nienazwana. Obecnie umowa leasingu jest regulowana przez Kodeks cywilny [ustawa, 1964, art. 709]. W ramach umowy leasingu jedna ze stron (finansujący) zobowiązuje się do nabycia rzeczy od oznaczonego zbywcy i przekazania jej do używania albo używania i pobierania pożytków drugiej stronie (korzystającemu) przez określony czas. Korzystający natomiast zobowiązuje się płacić finansującemu wynagrodzenie w postaci ustalonych opłat ratalnych, równych co najmniej cenie lub wynagrodzeniu z tytułu nabycia rzeczy przez finansującego.

Leasing pozwala przedsiębiorcom na korzystanie z określonych aktywów (samochodów, maszyn, urządzeń itp.) bez potrzeby angażowania znacznych nakładów finansowych w początkowym etapie realizacji inwestycji. Nie ma też konieczności nabywania określonych środków trwałych na własność (ale z opcją tej własności). Ta cecha odróżnia leasing od kredytu bankowego, w przypadku którego przedmiot kredytu staje się własnością kredytobiorcy. Stosowanie formy leasingu jest szczególnie wygodne w sytuacji, kiedy wykorzystanie przedmiotu leasingu w działalności przedsiębiorstwa może przyczynić się do generowania nadwyżki finansowej, z której można opłacać raty leasingowe. Tym samym leasing pozwala na alternatywne wykorzystanie kapitału własnego przedsiębiorstwa. Dla rozważań związanych z wyborem źródła finansowania ważnym aspektem jest fakt, że w przypadku korzystania z leasingu zobowiązanie to nie znajduje odzwierciedlenia w pasywach firmy. W porównaniu do wykorzystywania kapitału własnego dodatkowym atutem leasingu jest wykorzystanie efektu tarczy podatkowej, ponieważ raty leasingowe oraz inne wydatki związane z leasingiem są kosztem, który wpływa na obniżenie podstawy opodatkowania.

Przewaga leasingu nad kapitałem własnym uzyskiwana jest przede wszystkim poprzez wykorzystanie niewielkiego wkładu własnego oraz

korzyści podatkowych w postaci tarczy podatkowej. Podobne efekty daje korzystanie z kredytu bankowego. W niniejszym artykule dokonane zostanie dokładne porównanie kosztów i korzyści korzystania z obu form finansowania. Dodatkowym atutem jest pokazanie przepływów pieniężnych w warunkach zmiennej wartości pieniądza w czasie.

Warto zwrócić uwagę na fakt, że po latach liberalizacji warunków kredytowania i dostępności kredytów bankowych dla przedsiębiorców w roku 2012 ponownie zaostrzono procedury kredytowe. Wiązało się to przede wszystkim z niepewną sytuacją gospodarczą oraz pogorszeniem jakości portfela dla przedsiębiorstw. Zaostrzono wszystkie warunki związane z udzielaniem kredytów (w szczególności wysokość marży oraz warunki zabezpieczeń). Dodatkowo w 2012 roku doszło do pogorszenia jakości kredytów udzielanych przez banki w segmencie sektora przedsiębiorstw, przejawiającego się wzrostem należności zagrożonych [*Raport o stanie sektora...*, s. 12]. Równocześnie w analogicznym czasie firmy leasingowe nie wstrzymywały finansowania dla sektora MŚP [www.bankier.pl, 2014].

3. Porównanie leasingu operacyjnego i kredytu – założenia, metoda badań i wnioski

W niniejszym opracowaniu przyjęto pewne założenia, które warunkują porównywalność oferty kredytu i leasingu. Przeprowadzone obliczenia przepływów pieniężnych dotyczą wyłącznie wybranych źródeł finansowania. Fundamentalnym założeniem jest, że przedsiębiorstwo posiada zdolność kredytową oraz faktyczną zdolność do obsługi zobowiązań związanych z planowanym sposobem finansowania środków trwałych. Pominięte zostały kwestie przychodów i innych kosztów operacyjnych przedsiębiorstwa, aby ich wartości nie zacierają obrazu prowadzonych kalkulacji. Intencją autorów jest bowiem odzwierciedlenie rzeczywistego wpływu kredytu lub leasingu na sytuację finansową przedsiębiorstwa oraz kosztu wybranego źródła kapitału.

Dane zawarte w tablicy 1 to rzeczywiste warunki zawierania umów: leasingowej oraz kredytu bankowego, zaproponowane przez podmioty sektora finansowego działające na polskim rynku. Wartość środka trwałego, który podmiot MŚP chce użytkować, wynosi 500 tys. zł netto. W przypadku leasingu kwota zobowiązania finansowego do spłaty stanowi 450 tys. zł, ponieważ opłata początkowa (50 tys. zł) oraz prowizja (5 tys. zł) muszą zostać wpłacone przez korzystającego (leasingobiorcę)

przy podpisaniu umowy i muszą pochodzić z jego zasobów finansowych (środki własne, nadwyżka finansowa itp.). W przypadku kredytu bankowego całkowita kwota kredytu wynosi 510 204,08 zł, ponieważ prowizja banku również jest finansowana z tego kredytu. Taka forma jest często stosowaną praktyką bankową.

Tablica 1. Założenia do modelu porównawczego kosztu kredytu bankowego i leasingu operacyjnego

Założenia	Leasing	Kredyt
Wartość środka trwałego	500 000 zł	500 000 zł
Okres trwania	5 lat	5 lat
Prowizja	1%	2%
Opłata początkowa	9%	brak
Wykup	5%	brak
Zobowiązanie umowne	425 000 zł	510 204,08 zł
WIBOR 3M	2,7%	2,7%
Marża	7%	5%
Oprocentowanie łącznie	9,7%	7,7%
Płatność łączna (annuitet)	112 564,88 zł	126 775,15 zł

Źródło: Opracowanie własne na podstawie ofert instytucji finansowych.

W celu wyliczenia rocznych płatności posłużono się metodą annuitetową (wzór 1) w odniesieniu do obu form finansowania. Kalkulacje finansowe przeprowadzono dla okresów rocznych, mając na uwadze, iż w rzeczywistości spłaty dokonywane są w ratach miesięcznych lub kwartalnych. Należy zaznaczyć, że prezentowana metoda porównania kosztów źródeł finansowania jest uniwersalna. Zastosowanie krótszych terminów płatności nie wpłynęłoby na końcowe wnioski płynące z przeprowadzonego badania, a wydłużyłoby jedynie procedurę obliczeniową, dając niewielką korzyść w postaci wzrostu dokładności wyliczeń liczbowych dla omawianego przykładu.

$$PVA_D = A \times \frac{1 - (1 + r)^{-n}}{r} \quad (1)$$

gdzie: PVA_D – suma zdyskontowanych rocznych płatności (annuitetów) płatnych z dołu (na koniec okresów), np. wartość zobowiązania kredytowego lub leasingowego, A – annuitet, r – roczne oprocentowanie zobowiązań, n – liczba lat spłaty.

Na podstawie danych zawartych w tabelicy 1 dotyczących wartości płatności łącznych można byłoby wstępnie wysnuć błędny wniosek, że koszt leasingu jest niższy, ponieważ roczna rata wynosi 112,6 tys. zł, podczas gdy w przypadku kredytu bankowego roczna płatność wynosi 126,8 tys. zł. Z taką interpretacją tych wartości można się zetknąć wśród przedstawicieli firm leasingowych. W ślad za tym podobna opinia prezentowana jest wśród mniej doświadczonych przedsiębiorców. W praktyce należy jednak uwzględnić rzeczywiste przepływy pieniężne występujące w całym okresie wykorzystania omawianych źródeł finansowania, biorąc przy tym pod uwagę efekt działania tarczy podatkowej w każdej z dwóch analizowanych sytuacji. Zostanie to szczegółowo przedstawione w tabelicy 2 i 3.

W przypadku finansowania inwestycji kredytem bankowym (tabela 2) przedsiębiorstwo uwzględnia w kosztach operacyjnych amortyzację (100 tys. zł rocznie) oraz koszty finansowe związane z obsługą kredytu¹ (odsetki od kredytu). W ten sposób osiąga korzyść finansową w postaci tarczy podatkowej, wynoszącą 19% wartości kwoty amortyzacji i kosztów finansowych². Dzięki temu oszczędności podatkowe wynoszą od 26,46 tys. zł w pierwszym roku do 20,72 tys. zł w ostatnim, piątym roku inwestycji, przy łącznej wartości nominalnej tych oszczędności w kwocie 118,49 tys. zł. Należy pamiętać, że są to maksymalne oszczędności podatkowe z tego tytułu, które będą możliwe do zrealizowania tylko w przypadku, kiedy firma wygeneruje dochód operacyjny (EBITDA) równy co najmniej sumie amortyzacji i kosztów finansowych. Jeżeli dochód ten będzie mniejszy, oszczędności podatkowe również się zmniejszą. Kiedy firma generować będzie stratę, oszczędności podatkowe nie wystąpią lub, w najlepszym wypadku, będą odroczone do czasu rozliczenia w przyszłości strat z lat wcześniejszych (tzn. lat, w których firma korzystała z wybranego sposobu finansowania).

¹ Prowizja za rozpatrzenie wniosku i udzielenie kredytu włączona została do kwoty kredytu, w przepływach uwzględniona jest w ramach spłaty tego kredytu.

² W rozważaniach pomijane są inne koszty związane z działalnością oraz zakłada się, że przedsiębiorstwo rozlicza się podatkiem liniowym wynoszącym 19%, zgodnie z ustawami o podatku dochodowym od osób fizycznych [ustawa, 1991] lub od osób prawnych [ustawa, 1992].

Tablica 2. Koszty i korzyści oraz przepływy pieniężne związane z finansowaniem zakupu środka trwałego z wykorzystaniem kredytu bankowego

Wyszczególnienie	Rok inwestycji					
	0	1	2	3	4	5
EBITDA	0	0	0	0	0	0
Amortyzacja inwestycji	0	-100 000	-100 000	-100 000	-100 000	-100 000
Koszty finansowe (odsetki)	0	-39 286	-32 549	-25 294	-17 480	-9 064
= Zysk (+) / strata brutto (-)	0	-139 286	-132 549	-125 294	-117 480	-109 064
Podatek dochodowy (-) / korzyści podatkowe (+)	0	26 464	25 184	23 806	22 321	20 722
=Zysk (+) / strata (-) netto	0	-112 821	-107 365	-101 488	-95 158	-88 342
I. Przepływy operacyjne	0	-12 821	-7 365	-1 488	4 842	11 658
II. Przepływy inwestycyjne	-510 204					
III. Przepływy finansowe (zaciągnięcie i spłata kredytu)	510 204	-87 489	-94 226	-101 482	-109 296	-117 711
Łączne przepływy pieniężne netto NCF (I.+II.+III.)	0	-100 311	-101 591	-102 969	-104 454	-106 053
Współczynniki dyskontowe	1,00000	0,86957	0,75614	0,65752	0,57175	0,49718
NCF zdyskontowane	0	-87 230	-76 813	-67 702	-59 727	-52 727
Suma zdyskontowanych NCF	-344 198					
Bieżąca wartość korzyści	155 802					

Źródło: Opracowanie własne.

Wielkość łącznych przepływów pieniężnych w każdym przypadku oszacowana została na podstawie przepływów operacyjnych, inwestycyjnych i finansowych. Rzeczywiste przepływy operacyjne w analizowanym przypadku obejmują de facto zysk (stratę) netto skorygowany amortyzacją, przy czym zysk netto uwzględnia poniesione koszty finansowe.

W przypadku kredytu przepływy inwestycyjne wystąpią tylko w początkowym okresie inwestycji w wysokości 510,2 tys. zł (cena netto środka trwałego uwzględniająca prowizję banku za udzielenie kredytu).

Przepływy finansowe wystąpią w każdym okresie trwania inwestycji (w przypadku wykorzystania kredytu lub kapitału własnego) – w początkowym okresie oznaczają one łączną wartość zaciągniętego kredytu lub wniesionego kapitału własnego, w kolejnych latach raty kapitałowe związane ze spłatą zaciągniętego zobowiązania (kredytu).

Wartość skumulowanych, zdyskontowanych łącznych przepływów pieniężnych netto wyniosła -344,2 tys. zł, przy stopie dyskontowej równej 15%. Autorzy przyjęli do analizy tę wartość dyskonta, mając na uwadze, że alternatywą dla wykorzystania kapitałów obcych są kapitały własne, które to zazwyczaj charakteryzują się wyższym kosztem. Uznając to założenie za prawdziwe, stwierdzić należy, iż przyjęta wartość (tj. np. 15, 20, 30 czy więcej proc.) pozostaje bez wpływu na ostateczne wnioski z prowadzonego badania. W rezultacie łączna bieżąca wartość korzyści pieniężnych, wyliczona jako różnica pomiędzy wartością netto zakupionego środka trwałego (500 tys. zł) a zdyskontowaną wartością wszystkich płatności do banku (344,2 tys. zł), wyniosła 155,8 tys. zł (tablica 2).

W sytuacji gdy przedsiębiorca decyduje się finansować inwestycję za pomocą umowy leasingu operacyjnego (tablica 3) nie dokonuje tym samym amortyzacji środka trwałego. Kosztem operacyjnym związanym z działalnością jest natomiast opłata początkowa oraz prowizja, a w kolejnych pięciu latach cała rata leasingowa (zarówno część odsetkowa, jak i kapitałowa). W prezentowanym modelu porównawczym rata leasingowa została podzielana na dwie części. Pierwsza to annuitet wyliczony od kwoty leasingu (430 tys. zł), a druga to odsetki liczone od umownej kwoty wykupu. Oznacza to, że poza początkowym okresem inwestycji oszczędności podatkowe są jednakowe. Rzeczywiste przepływy operacyjne równają się w tym wypadku wyliczonemu zyskowi netto.

Tablica 3. Koszty i korzyści oraz przepływy pieniężne związane z finansowaniem zakupu środka trwałego z wykorzystaniem leasingu

Wyszczególnienie	Rok inwestycji					
	0	1	2	3	4	5
EBITDA	0	0	0	0	0	0
Koszty leasingu	-50 000	-112 565	-112 565	-112 565	-112 565	-112 565
Odsetki od planowanej wartości wykupu		-2 425	-2 425	-2 425	-2 425	-2 425
= Zysk (+) / strata brutto (-)	-50 000	-114 990	-114 990	-114 990	-114 990	-114 990
Podatek dochodowy (-) / korzyści podatkowe (+)	9 500	21 848	21 848	21 848	21 848	21 848
= Zysk (+) / strata (-) netto	-40 500	-93 142	-93 142	-93 142	-93 142	-93 142
I. Przepływy operacyjne	-40 500	-93 142	-93 142	-93 142	-93 142	-93 142
II. Przepływy inwestycyjne	0	0	0	0	0	-25 000
III. Przepływy finansowe (zaciągnięcie i spłata kredytu)	0	0	0	0	0	0
Łączne przepływy pieniężne netto NCF (I.+II.+III.)	-40 500	-93 142	-93 142	-93 142	-93 142	-118 142
Współczynniki dyskontowe	1,00000	0,86957	0,75614	0,65752	0,57175	0,49718
NCF zdyskontowane	-40 500	-80 993	-70 428	-61 243	-53 254	-58 738
Suma zdyskontowanych NCF	-365 156					
Bieżąca wartość korzyści	134 844					

Źródło: Opracowanie własne.

Przepływy inwestycyjne w początkowym okresie nie wystąpią, ponieważ leasing operacyjny jest działaniem pozabilansowym. W chwili gdy firma podejmie decyzję o wykupie używanego środka trwałego na własność, w rachunku przepływów inwestycyjnych wykazana zostanie ustalona w umowie leasingowej kwota. W analizowanym przypadku założono, iż będzie to 5% wartości początkowej użytkowanych aktywów, tj. 25 tys. zł. Skumulowane, zdyskontowane przepływy finansowe wyniosły -365,2 tys. zł, co obliczono analogicznie jak w przypadku kredytu, stosując stopę dyskontową równą 15%. W rezultacie łączne zdyskontowane korzyści pieniężne wyniosły 134,8 tys. zł. Obliczono to, odejmując od początkowej wartości netto użytkowanego środka trwałego (500 tys. zł) sumę bieżącej wartości wszystkich wpłat do firmy leasingowej (uwzględniając korzyści podatkowe).

Ostateczna konkluzja badania sformułowana została na podstawie porównania wyników. Stwierdzono, że bieżąca wartość korzyści w przypadku kredytu przewyższała analogiczną wartość w przypadku leasingu. Dowodzi to jednoznacznie, iż po uwzględnieniu w modelu porównawczym zdyskontowanych przepływów pieniężnych kredyt jest tańszym źródłem finansowania inwestycji niż leasing.

Zakończenie

Podsumowując, można stwierdzić, że kredyt bankowy jest bardziej korzystnym źródłem finansowania inwestycji niż leasing operacyjny przy uwzględnieniu zmiennej wartości pieniądza w czasie. Z drugiej strony trzeba brać pod uwagę inne czynniki, w tym również te wymienione w pierwszej części artykułu, które niejednokrotnie powodują, że leasing jest jedyną (poza kapitałem własnym) osiągalną formą finansowania, którą małe i średnie przedsiębiorstwa mogą wykorzystać ze względu na słabą zdolność kredytową.

Literatura

1. *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2012 roku*, http://old.stat.gov.pl/gus/5840_13875_PLK_HTML.htm, dostęp dnia 17.03.2014.
2. European Central Bank, *Survey on the access to finance of SME's in the Euro area (SAFE)*, <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>, dostęp dnia 13.03.2014.
3. European Commission, *2013 SBA Fact Sheet Poland* – http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-view/files/countries-sheets/2013/poland_en.pdf, dostęp dnia 21.03.2014.

4. European Commission (2013), *Annual Report on European SME's 2012/2013*, Brussels.
5. European Commission (2011), *SMEs' Access to Finance*, Directorate General for Enterprise and Industry.
6. Europejski Fundusz Leasingowy, www.efl.pl/aktualności, dostęp dnia 14.03.2014.
7. <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Banki-zaostrzaja-polityke-kredytowa-dla-MSP-a-firmy-leasingowe-nie-2489937.html>, dostęp dnia 05.05.2014.
8. Hutchinson R. W. (1995), *The capital structure and investment decision of the small owner-managed firm: some exploratory issues*, „Small Business economics”, Vol. 7, No. 3.
9. Krzemińska D. (2002), *Finanse przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo WSB w Poznaniu, Warszawa.
10. *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2011–2012*, <http://www.parp.gov.pl/index/more/37123>, dostęp dnia 14.05.2014.
11. *SMEs' Access to Finance* (2011), European Commission, Directorate General for Enterprise and Industry, Brussels.
12. Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, t.j. Dz. U. z 2014 r., poz. 851 z późn. zm.
13. Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny, t.j. Dz. U. z 2014 r. poz. 121 z późn. zm.
14. Ustawa z dnia 26 lipca 1991 roku o podatku dochodowym od osób fizycznych, t.j. Dz. U. z 2012 r. poz. 361 z późn. zm.
15. World Bank (2013), *Doing Business 2014 – Understanding Regulations for Small and Medium-Size Enterprises*, Washington.
16. Załącznik do rozporządzenia Komisji (WE) nr 800/2008 z dnia 6 sierpnia 2008 uznające niektóre rodzaje pomocy za zgodne ze wspólnym rynkiem w zastosowaniu art. 87 i 88 Traktatu (ogólne rozporządzenie w sprawie wyłączeń blokowych) Dz. Urz. UE L 214 z 9.08.2008.

Streszczenie

Kapitał jest czynnikiem, który umożliwia inwestowanie oraz rozwój przedsiębiorstwa. W gospodarce istnieje wiele form pozyskania kapitału, jednak nie wszystkie z nich dostępne są dla małych i średnich przedsiębiorstw. Poza kapitałem własnym najczęściej wykorzystywanymi formami pozyskania kapitału są leasing i kredyt bankowy. W opracowaniu podjęto próbę porównania kosztów

tych dwóch inwestycji. Pomimo faktu, że kredyt bankowy okazał się korzystniejszą formą pozyskania kapitału, należy pamiętać, że czasami, przy uwzględnieniu innych czynników, leasing jest jedyną formą finansowania, którą małe i średnie przedsiębiorstwa mogą wykorzystać.

Słowa kluczowe

finansowanie, kapitał obcy, dzierżawa, tarcza podatkowa

Bank loan or lease? Comparative model of costs of investment financing (Summary)

The capital is a factor that enables investing and the development of enterprises. There are many forms of capital in the economy but not all of them are available for small and medium-sized enterprises (SMEs). In addition to equity, leasing and bank credit are the most commonly used forms of capital. The study attempts to compare the cost of these two investments. Despite the fact that bank credit was cheaper form of capital, leasing is sometimes the only form of financing that small and medium-sized enterprises can use because of other circumstances.

Keywords

financing, liabilities, lease, tax shield