

Adam Samborski^{*}

FINANSOWANIE INWESTYCJI RZECZOWYCH W WARUNKACH GOSPODARKI POLSKIEJ I CZESKIEJ

1. UWAGI WSTĘPNE

Debata dotycząca związków pomiędzy finansami a inwestycjami rzeczowymi jest ciągle aktualna i nie traci na znaczeniu. Poszukuje się odpowiedzi na pytanie: czy w niektórych krajach łatwiej jest finansować inwestycje rzeczowe niż w innych, a jeżeli tak to dlaczego? Ciągle jednak na gruncie rozważań teoretycznych trudno jest jednoznacznie określić wzajemne relacje, uwarunkowania i zależności pomiędzy finansowaniem a inwestycjami rzeczowymi, pomimo tego, iż dowody empiryczne wskazują na istnienie takiego związku. Różny jest bowiem sposób funkcjonowania sektora finansowego w poszczególnych gospodarkach. Różnią się formy i warunki finansowania inwestycji rzeczowych, znaczenie sektora finansowego w strukturze własności sektora przedsiębiorstw, czy też sposoby sprawowania nadzoru korporacyjnego¹.

Artykuł ma charakter empiryczny, jego celem jest: dostarczenie czytelnikowi spójnego zestawu porównywalnych danych dotyczących źródeł finansowania inwestycji rzeczowych w dwóch krajach tj. Polsce i Republice Czeskiej; oraz ustalenie czy nastąpiły zmiany w finansowaniu sektora przedsiębiorstw w okresie 1995–2010, a jeżeli tak to jakie? W artykule podjęto się również próby oceny wzajemnych relacji pomiędzy zmianami w finansowaniu a cyklicznością inwestycji rzeczowych.

W opracowaniu wykorzystano metodologię źródeł finansowania netto zainicjowaną przez Mayer (1988, 1990)², Corbett i Jenkinson (1994,

^{*} Prof. UE dr hab., Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem.

¹ J. Corbett, T. Jenkinson, *The financing of industry, 1970–1989: An International Comparison*, „Journal of The Japanese and International Economies” 1996, No. 10, s. 72.

² Szerzej: C. Mayer, *New Issues in Corporate Finance*, „European Economic Review” 1988, No. 32; C. Mayer, *Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development*, [w:] R. Hubbard (red.), *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, National Bureau of Economic Research, New York 1990.

1997)³, która wykorzystuje przepływy środków finansowych, a nie ich stany, korygując źródła finansowania brutto o ich wykorzystanie w celu oszacowania kontrybucji netto banków, kapitałów udziałowych, papierów dłużnych, kredytów handlowych itd. w finansowanie sektora przedsiębiorstw⁴.

2. KONCEPTUALIZACJA BADAŃ

Dane wykorzystywane w prowadzonych analizach pochodzą z rachunków narodowych. Sprawozdawczość narodowa stosowana w Polsce i Republice Czeskiej jest generalnie zgodna z założeniami SNA`93 oraz ESA`95 i ma trzy podstawowe zalety: jest to system dostosowany do warunków gospodarki rynkowej i sprawdzony w praktyce; jest to system wewnętrznie spójny; jest to system uzgodniony międzynarodowo i odpowiadający standardom międzynarodowym. Stanowi nowoczesny system informacji statystycznej będący zbiorem spójnych informacji statystycznych z punktu widzenia pojęć, definicji, klasyfikacji oraz metod szacunków.

System rachunków narodowych zbudowany jest na zasadzie wzajemnie powiązanych rachunków. Pełna sekwencja rachunków dla jednostek instytucjonalnych i sektorów, w tym również sektora przedsiębiorstw, składa się z rachunków bieżących, rachunków akumulacji i bilansów. Rachunki bieżące odnoszą się do produkcji, tworzenia, podziału pierwotnego i wtórnego dochodów oraz wykorzystania dochodów w postaci spożycia. Rachunki akumulacji dotyczą zmian aktywów i pasywów oraz wartości netto (różnice pomiędzy aktywami i pasywami dla każdej jednostki instytucjonalnej czy grupy jednostek). Bilanse prezentują zasoby aktywów i pasywów oraz wartość netto.

Dane wykorzystane przy szacowaniu inwestycji rzeczowych sektora przedsiębiorstw pozyskano z dwóch rachunków, tj.: rachunku kapitałowego oraz rachunku finansowego. Rachunek kapitałowy jest pierwszym z czterech rachunków akumulacji. Na rachunek ten składają się rachunek zmiany wartości netto wynikającej z oszczędności i transferów kapitałowych i rachunek nabycia aktywów niefinansowych. Pierwszy mierzy zmianę wartości netto wynikającą z oszczędności i transferów kapitałowych, drugi rejestruje nabycie pomniejszone o rozdysponowanie aktywów niefinansowych dokonywane przez jednostki będące rezydentami. Rachunek kapitałowy pozwala na określenie stopnia, w jakim nabycie pomniejszone o rozdysponowanie aktywów niefinansowych było sfi-

³ Szerzej: J. Corbett, T. Jenkinson, *How is investment financed? A study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United States*, The Manchester School Supplement, Blackwell Publishers Ltd., Oxford, 1997; J. Corbett, T. Jenkinson, *The financing of industry...*, *op. cit.*

⁴ K. Suzuki, D. Cobham, *Recent trends in the sources of finance for Japanese firms: Has Japan become a 'high internal finance' country*, Discussion Paper Series, No. 0501, University of St Andrews, Scotland 2005, s. 1.

nansowane z oszczędności oraz transferów kapitałowych. Pozycją bilansującą ten rachunek są wierzytelności netto (+) lub zadłużenie netto (-). Wierzytelności netto odpowiadają kwocie dostępnej sektorowi na cele finansowania innych jednostek czy sektorów. Zadłużenie netto odpowiada natomiast kwocie, którą sektor zmuszony jest pożyczać. Po rachunku kapitałowym kolejnym w sekwencji rachunków akumulacji jest rachunek finansowy. Rachunek finansowy opisuje transakcje finansowe dotyczące aktywów i pasywów finansowych, pomiędzy jednostkami instytucjonalnymi oraz między jednostkami instytucjonalnymi a zagranicą. Strona lewa tego rachunku – zmiany aktywów – rejestruje nabycie aktywów finansowych pomniejszone o ich wykorzystanie, czyli przyrost należności finansowych, natomiast strona prawa – zmiany pasywów i wartości netto – zaciągnięcie zobowiązań pomniejszone o ich spłatę, tj. przyrost zobowiązań finansowych. Rachunek ten nie posiada pozycji bilansującej przenoszonej do następnego rachunku. Wynik netto rachunku finansowego jest równy co do wartości, lecz z przeciwnym znakiem pozycji bilansującej rachunek kapitałowy – wierzytelności/zadłużenie netto. Rachunek finansowy pokazuje więc, jak sektory deficytowe (por. pozycja bilansująca rachunek kapitałowy) pozyskują niezbędne środki poprzez zaciągnięcie zobowiązań lub zmniejszenie aktywów oraz w jaki sposób sektory posiadające nadwyżki środków alokują je poprzez nabycie aktywów lub zmniejszenie zobowiązań.

Rachunek finansowy, jak już wspomniano, nie posiada pozycji bilansującej, przenoszonej do następnego rachunku. Wynik netto rachunku finansowego (czyli zaciągnięcie zobowiązań netto pomniejszone o nabycie aktywów finansowych netto) jest równy co do wartości, lecz z przeciwnym znakiem, pozycji bilansującej rachunek kapitałowy (czyli wierzytelności/zadłużeniu netto). Wynika z tego, iż w danym okresie źródła funduszy w sektorze przedsiębiorstw (przychody) są równe ich wykorzystaniu (rozchody). Stąd też na podstawie rachunku przepływów funduszy możliwym jest oszacowanie struktury finansowania w sektorze przedsiębiorstw. Trzeba mieć jednak świadomość, iż część pozyskanych przez przedsiębiorstwa funduszy przeznaczana jest na akumulację finansowych, a nie rzeczowych aktywów. Stąd też, w celu zidentyfikowania źródeł finansowania związanych z inwestycjami rzeczowymi, należy od zaciągniętych pasywów netto (przyrost zobowiązań finansowych) odjąć nabytki aktywów finansowych netto (przyrost należności finansowych) (tab. 1). Podejście takie, jak już wspomniano, zainicjował Mayer (1988, 1990), a rozpropagowali Corbett i Jenkinson (1996 i 1997). Mierzy ono strukturę finansowania netto inwestycji rzeczowych. Stosując to podejście nie znajdzie się oczywiście odpowiedzi na pytanie, jak finansowane są konkretne projekty inwestycyjne, określić jednak

będzie można znaczenie różnych źródeł funduszy w finansowaniu inwestycji rzeczowych sektora przedsiębiorstw w określonym przedziale czasu⁵.

Tabela 1

Rachunek przyływu funduszy

Metoda „spłaty netto”	
Przychody brutto	Rozchody brutto
1. Wewnętrzne	9. Gotówka i depozyty
2. Pożyczki bankowe	10. Akcje zakupione
3. Akcje wyemitowane	11. Obligacje zakupione
4. Obligacje wyemitowane	12. Pozostałe kwoty do otrzymania/ zapłacenía
5. Pozostałe kwoty do otrzymania/zapłacenía	13. Transfery kapitałowe
6. Transfery kapitałowe	14. Inne
7. Inne	15. Inwestycje rzeczowe
8. PRZYCHODY OGÓŁEM	16. ROZCHODY OGÓŁEM
Metoda „zbilansowana netto”	
Przychody netto	Rozchody netto
Wewnętrzne (1)	
Bankowe netto (2–9)	
Akcje netto (3–10)	
Obligacje netto (4–11)	
Kredyty handlowe netto (5–12)	
Transfery kapitałowe netto (6–13)	
Inne netto (7–14)	
PRZYCHODY NETTO (8–9–10–11–12–13–14)	INWESTYCJE RZECZOWE (15)

Uwagi: Wewnętrzne = oszczędności brutto; pożyczki bankowe = pożyczki krótkoterminowe + długoterminowe; obligacje = papiery wartościowe inne niż akcje; akcje = akcje i inne udziały kapitałowe; pozostałe kwoty do otrzymania/zapłacenía = kredyty handlowe i zaliczki + pozostałe kwoty do otrzymania/zapłacenía poza kredytami handlowymi i zaliczkami; transfery kapitałowe = transfery kapitałowe otrzymane/płacone; inne = rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe; gotówka i depozyty = gotówka i depozyty + pożyczki krótkoterminowe + pożyczki długoterminowe; inwestycje rzeczowe = akumulacja = nakłady brutto na środki trwałe + przyrost rzeczowych środków obrotowych + przyrost aktywów o wyjątkowej wartości.

Źródło: A. Samborski, *Wykorzystanie rachunków narodowych w analizach ekonomicznych*, [w:] W. Czakon (red.), *Podstawy metodologii badań w naukach o zarządzaniu*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2011, s. 160.

⁵ A. Samborski, *Wykorzystanie rachunków narodowych w analizach ekonomicznych*, [w:] W. Czakon (red.), *Podstawy metodologii badań w naukach o zarządzaniu*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2011, s. 152–160.

3. SYTUACJA EKONOMICZNA W POLSKIM I CZESKIM SEKTORZE PRZEDSIĘBIORSTW W LATACH 1995–2010 W ŚWIETLE RACHUNKÓW NARODOWYCH

W sprawozdawczości narodowej do sektora przedsiębiorstw zalicza się jednostki instytucjonalne, których podstawową funkcją jest produkcja wyrobów i usług niefinansowych celem ich sprzedaży na rynku. Zaznaczyć należy, iż przychody ze sprzedaży produkcji są głównym źródłem przychodów jednostek tego sektora. Cechą charakterystyczną tych jednostek jest zatrudnienie siły na- jemnej, odrębność jednostki organizacyjnej od fizycznej osoby właściciela i prowadzenie ksiąg rachunkowych⁶.

Dokonując oceny sytuacji ekonomicznej w polskim i czeskim sektorze przedsiębiorstw w świetle rachunków narodowych warto przeanalizować kształtowanie się wzajemnych relacji pomiędzy kluczowymi kategoriami opisującymi jego kondycję takimi jak: wartość dodana brutto, nadwyżka operacyjna brutto, dochody do dyspozycji brutto, oszczędności, koszty związane z zatrudnieniem, nakłady brutto na środki trwałe. Pojęcia te wymagają jednak szerszego wyjaśnienia.

Wartość dodana brutto w ujęciu rzeczowym (pomijając kwestie podatków i dotacji), to wartość wszystkich dóbr i usług wyprodukowanych w ciągu okresu produkcyjnego, które nie zostały zużyte w procesie produkcji⁷. Nadwyżka operacyjna brutto to ta część wartości dodanej, która stanowi dochód sektora przedsiębiorstw w tytule prowadzenia działalności produkcyjnej oraz posiadania kapitału. Dochody do dyspozycji równe w sektorze przedsiębiorstw oszczędnościom są to dochody, które mogą być przeznaczone na powiększenie majątku trwałego i obrotowego (oszczędności nie należy utożsamiać z pojęciem oszczędności, jako nagromadzenia środków pieniężnych w bankach)⁸. Koszty związane z zatrudnieniem są to łączne płatności dokonywane przez pracodawcę na rzecz pracownika w zamian za wykonywaną przez niego pracę w danym okresie sprawozdawczym. Nakłady brutto na środki trwałe obejmują nakłady na rzeczowe środki trwałe, nakłady na wartości niematerialne i prawne produkowane oraz nakłady na podnoszenie walorów nie produkowanych aktywów niefinansowych⁹.

W badanym okresie sektor przedsiębiorstw odegrał kluczową rolę w kształtowaniu produktu krajowego brutto zarówno w Polsce, jak i Republice Czeskiej. Jego udział w tworzeniu PKB w Polsce wzrósł z 39% w 1995 r. do 44% w 2010 r., w Republice Czeskiej natomiast z 50,5% do 56,1% (tab. 2). W Republice Cze-

⁶ GUS, *Rachunki narodowe według sektorów i podsektorów instytucjonalnych 2005–2007*, GUS, Warszawa 2009, s. 27.

⁷ K. Łada, *Znaczenie rachunków narodowych w analizach ekonomicznych*, [w:] M. Plich (red.), *Rachunki narodowe. Wybrane problemy i przykłady zastosowań*, GUS, Uniwersytet Łódzki, Warszawa–Łódź, s. 29.

⁸ GUS, *System rachunków narodowych (SRN), Tom I*, GUS, Warszawa 1996, s. 89, 92.

⁹ GUS, *System rachunków narodowych (SRN), Tom II*, GUS, Warszawa 1997, s. 48, 134.

skiej sektor przedsiębiorstw odgrywa więc znacznie większą rolę w tworzeniu produktu krajowego brutto. W tym czasie w Polsce wyraźnie spadł udział kosztów związanych z zatrudnieniem w wytwarzanej przez przedsiębiorstwa wartości dodanej brutto z 63% do 50%. W Republice Czeskiej udział kosztów związanych z zatrudnieniem w wytwarzanej przez przedsiębiorstwa wartości dodanej brutto w analizowanym okresie utrzymywał się na zbliżonym poziomie kształtując się w przedziale 51,9% do 56,2%. W latach 1995–2010 udział nadwyżki operacyjnej brutto sektora przedsiębiorstw w wartości dodanej brutto wzrósł wyraźnie w Polsce z 35% do 48%, nieznacznie natomiast w Republice Czeskiej z 45,6% do 47,1%. Oznacza to spadek wartości dodanej brutto transferowanej do innych sektorów instytucjonalnych, w przypadku Polski wyraźny, w Republice Czeskiej nieznaczny. Wynika z tego, iż w poszczególnych latach w Polsce przedsiębiorstwa znacząco zwiększały margines swobody w zakresie finansowania własnej działalności inwestycyjnej. W przypadku sektora przedsiębiorstw w Republice Czeskiej utrzymywał się on na zbliżonym poziomie.

Tabela 2

Sytuacja w sektorze przedsiębiorstw w latach 1995–2010 (w pkt. proc.)

Lata	Koszty związane z zatrudnieniem do wartości dodanej brutto		Nadwyżka operacyjna brutto do wartości dodanej brutto		Nakłady brutto na środki trwałe do dochody do dyspozycji brutto		Udział sektora przedsiębiorstw w tworzeniu PKB	
	Polska	Czechy	Polska	Czechy	Polska	Czechy	Polska	Czechy
1995	62,8	54,9	34,7	45,6	169,8	172,3	38,9	50,5
1996	65,9	54,8	31,4	45,6	162,8	159,1	38,7	52,3
1997	64,1	56,2	33,4	44,3	170,8	188,1	40,0	53,1
1998	64,6	54,3	33,1	47,0	188,6	147,6	40,8	53,5
1999	63,6	53,5	34,2	47,9	197,2	139,4	40,0	52,6
2000	61,3	52,7	36,7	48,7	174,9	126,5	39,8	54,3
2001	64,0	52,0	33,8	49,7	157,0	134,2	39,0	54,7
2002	59,7	52,7	38,0	48,5	124,7	126,4	38,6	55,2
2003	56,0	53,2	42,1	48,0	89,8	102,5	39,4	54,2
2004	50,7	53,2	47,4	47,8	91,5	124,3	41,3	54,9
2005	50,8	53,0	47,2	48,4	87,2	105,6	40,9	56,1
2006	50,0	51,9	47,1	49,3	99,4	108,5	41,6	57,4
2007	51,0	52,0	47,0	49,3	127,7	119,7	41,6	57,8
2008	53,0	53,3	44,9	48,0	109,8	100,4	42,0	58,0
2009	49,0	54,0	49,2	47,7	82,5	97,8	44,0	56,3
2010	50,2	54,3	47,8	47,1	66,4	93,5	43,9	56,1

Źródło: EUROSTAT, *National Accounts, Poland*.

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>, dostęp: 20 sierpnia 2012;

EUROSTAT, *National Accounts, Czech Republic*.

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>, dostęp: 16 październik 2012.

Sektor przedsiębiorstw zarówno w Polsce, jak i Republice Czeskiej swoje dochody do dyspozycji (równe oszczędnościom) przeznaczał głównie na inwestycje w środki trwałe. W Polsce w latach 1995–2002 oraz 2007–2008 wartość nakładów brutto sektora przedsiębiorstw była wyższa niż wartość jego dochodów do dyspozycji brutto. W latach 2003–2006, jak i 2009–2010, zanotowano w Polsce natomiast tendencję odwrotną, kiedy to poziom nakładów brutto na środki trwałe był niższy niż dochody do dyspozycji brutto¹⁰. W przypadku Republiki Czeskiej natomiast wartość nakładów brutto sektora przedsiębiorstw była wyższa niż wartość jego dochodów do dyspozycji brutto w okresie 1995–2008. Później nieznacznie spadła.

4. ŹRÓDŁA FINANSOWANIA INWESTYCJI RZECZOWYCH W POLSKIM I CZESKIM SEKTORZE PRZEDSIĘBIORSTW

W okresie 1995–2010 podstawowym źródłem finansowania inwestycji rzeczowych zarówno w polskim, jak i czeskim sektorze przedsiębiorstw pozostawały środki wewnętrzne. Co więcej ich udział w strukturze finansowania inwestycji rzeczowych wzrósł znacząco. W polskim sektorze przedsiębiorstw z 54,7% do 139,3%, w czeskim z 54,8% do 96,9%. Wzrostowi znaczenia wewnętrznych źródeł finansowania inwestycji rzeczowych towarzyszył spadek znaczenia środków pozyskanych z banków. W 1995 r. udział finansowania bankowego netto wynosił jeszcze 30,1% w przypadku polskiego sektora przedsiębiorstw oraz 31,6% w przypadku czeskiego sektora przedsiębiorstw. W kolejnych latach poziom finansowania bankowego osiągał jednak coraz częściej wartości ujemne. Oznacza to, że następowało stopniowe odwrócenie strumienia środków finansowych, który zaczął płynąć z sektora przedsiębiorstw do sektora bankowego. W 2010 r. poziom finansowania bankowego netto wyniósł –19,4% w Polsce i –4,3% w Czechach. W przypadku pozostałych instrumentów o charakterze dłużnym znaczący wkład w strukturę finansowania inwestycji rzeczowych zarówno w polskim, jak i czeskim sektorze przedsiębiorstw miały kredyty handlowe netto. Marginalne znaczenie odegrały natomiast obligacje, co jest szczególnie widoczne w przypadku polskiego sektora przedsiębiorstw. Pamiętać bowiem należy, iż jest to instrument finansowy, z którego korzystają przede wszystkim duże przedsiębiorstwa, a Polska i Republika Czeska to kraje, w których dominuje sektor MSP. Zaznaczyć w tym miejscu jednak należy, iż odsetek dużych przedsiębiorstw jest większy w Czechach niż w Polsce, co też przełożyło się na częstsze finansowanie inwestycji rzeczowych z obligacji w przypadku czeskiego sektora przedsiębiorstw. Jednocześnie w tym czasie, w finansowaniu inwestycji

¹⁰ GUS, *Rachunki narodowe według sektorów i podsektorów instytucjonalnych 2006–2009*, GUS, Warszawa 2007, s. 28–32; GUS, *Rachunki narodowe według sektorów i podsektorów instytucjonalnych 2000–2005*, GUS, Warszawa 2007, s. 30–37.

rzeczowych w sektorze przedsiębiorstw znaczącą rolę odegrały transfery kapitałowe netto obejmujące dotacje na inwestycje celem sfinansowania całości lub części kosztów nabycia przez te jednostki środków trwałych. W znacznie większym stopniu z transferów kapitałowych korzystał jednak czeski a nie polski sektor przedsiębiorstw. W analizowanym okresie istotnym źródłem finansowania inwestycji rzeczowych były natomiast w przypadku polskiego sektora przedsiębiorstw akcje i inne udziały kapitałowe. Uwaga ta nie dotyczy lat 1995, 2000, 2001, 2008, 2010 kiedy w Polsce kontrybucja akcji netto w strukturę finansowania inwestycji rzeczowych przyjęła wartości ujemne. Czeski sektor przedsiębiorstw w znacznie mniejszym stopniu finansował inwestycje rzeczowe instrumentami udziałowymi.

Tabela 3

Struktura finansowania inwestycji rzeczowych w polskim i czeskim sektorze przedsiębiorstw w latach 1995–2010 (w pkt. proc.)

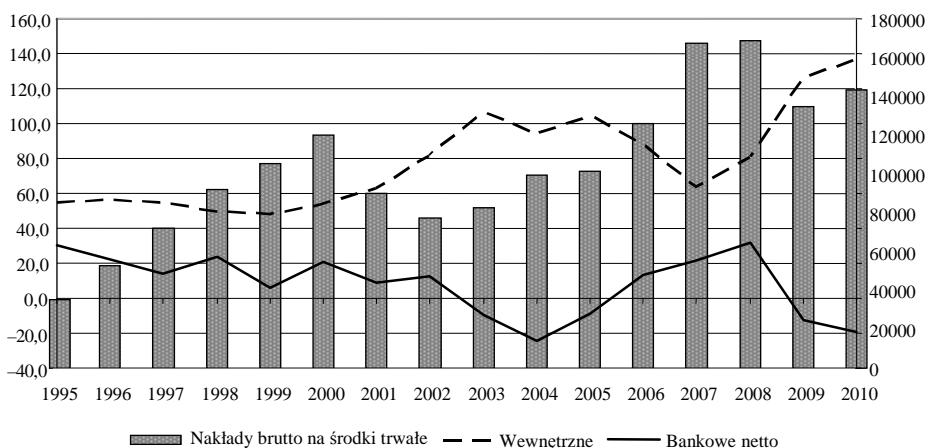
Lata	Wewnętrzne		Bankowe netto		Akcje netto		Obligacje netto		Kredyty handlowe netto		Transfery kapitałowe netto		Inne netto	
	PL	Cz	PL	Cz	PL	Cz	PL	Cz	PL	Cz	PL	Cz	PL	Cz
1995	54,7	54,8	30,1	31,6	-0,1	19,1	-4,7	4,9	23,2	-18,4	6,9	9,0	-0,6	-0,9
1996	56,6	60,0	22,6	42,2	12,6	-3,3	0,0	9,5	9,1	-9,6	8,3	2,6	-0,9	-1,4
1997	54,7	53,7	13,7	49,8	18,2	-19,3	-5,6	12,6	30,0	-4,6	5,1	9,0	0,4	-1,0
1998	50,0	68,2	23,4	-33,0	17,8	1,3	3,2	-0,5	8,4	50,7	6,3	13,0	-0,9	0,3
1999	48,2	74,0	5,9	-15,3	23,1	27,6	8,1	1,6	13,9	6,3	2,3	5,9	-0,6	-0,1
2000	53,8	75,4	20,7	-16,9	-15,3	25,9	4,9	0,9	34,5	10,9	1,9	4,7	-0,9	-0,9
2001	63,1	69,1	8,7	-16,5	-2,8	17,6	2,4	-10,3	27,4	31,7	3,1	8,6	-1,3	-0,3
2002	81,8	77,6	12,4	-4,4	11,4	-8,6	1,6	10,2	-9,9	12,0	2,3	12,7	-0,4	0,4
2003	106,6	96,0	-9,4	-8,4	30,0	-39,9	-17,4	-10,8	-15,7	72,8	6,8	-9,4	-1,1	-0,3
2004	93,8	75,3	-24,1	1,6	36,7	17,7	-5,8	-3,8	7,9	1,4	5,3	8,8	-1,1	-0,9
2005	104,2	81,8	-8,6	2,2	12,5	20,2	4,6	-4,4	-4,5	-15,9	5,6	16,6	-0,2	-0,5
2006	88,0	76,5	13,6	12,8	26,4	9,8	2,8	0,0	-9,9	-11,7	7,4	12,8	-1,0	-0,2
2007	63,8	71,2	21,1	0,8	30,2	12,7	2,0	-5,8	15,2	18,1	5,4	3,4	-0,5	-0,3
2008	81,0	85,3	32,2	22,1	-9,7	5,4	-0,1	12,1	-0,7	-34,8	6,5	10,2	-0,7	-0,3
2009	125,9	105,0	-12,5	-28,0	20,1	-16,5	-1,8	12,1	3,0	14,6	11,2	13,4	-0,8	-0,7
2010	139,3	96,9	-19,4	-4,3	-7,4	-2,5	-3,4	5,6	-14,3	-7,2	6,7	12,0	-1,3	-0,4
Średnia	79,0	76,3	8,2	2,3	12,7	4,2	-0,6	2,1	7,4	7,3	5,7	8,3	-0,7	-0,5

Źródło: jak do tab. 2.

5. UWAGI KOŃCOWE

W latach 1995–2010 nastąpiły znaczące zmiany w strukturze finansowania inwestycji rzeczowych zarówno w polskim, jak i czeskim sektorze przedsiębiorstw. Zastanawiając się nad przyczynami tych zmian zauważyć trzeba, iż w Polsce, jak i Republice Czeskiej udział sektora wytwórczego w gospodarce jest znaczący. Wnioskować stąd należałoby, iż banki stanowić powinny istotne źródło finansowania inwestycji rzeczowych. Pamiętać bowiem trzeba, iż przemysł wytwórczy cechuje się wysoką kapitałochłonnością, gdzie liczne aktywa materialne stanowią dobre zabezpieczenie kredytów udzielanych na finansowanie zakupu maszyn i urządzeń. Ponadto kluczową rolę w gospodarkach obu krajów odgrywa sektor MSP, któremu znacznie łatwiej sięgać po bankowe niż rynkowe źródła finansowania. W analizowanym okresie nastąpił jednak głęboki spadek udziału finansowania bankowego w ogóle źródeł finansowania netto. Wzrósł natomiast wyraźnie udział finansowania wewnętrznego.

Na podstawie uzyskanych wyników można stwierdzić, iż między odsetkiem wewnętrznego i bankowego finansowania zarówno w przedsiębiorstwach polskich, jak i czeskich zachodzi dość silna zależność korelacyjna ujemna (rys. 1, 2). Przyczyn tego stanu rzeczy upatrywać należy w kilku mechanizmach. Jak już wspomniano powyżej, w latach 1995–2010 udział nadwyżki operacyjnej brutto sektora przedsiębiorstw w wartości dodanej brutto wzrósł zarówno w Polsce, jak i w Republice Czeskiej. W efekcie spadku wartości dodanej brutto transferowanej do innych sektorów instytucjonalnych, zwiększył się margines swobody w zakresie finansowania własnej działalności inwestycyjnej. Ponadto dynamika dochodów do dyspozycji brutto była wyższa od dynamiki nakładów brutto na środki trwałe. Doprowadziło to do spadku udziału nakładów brutto na środki trwałe w dochodach do dyspozycji brutto. Na poziom finansowania wewnętrznego trzeba też spojrzeć poprzez pryzmat zmian w wartości realizowanych przez sektor przedsiębiorstw inwestycji rzeczowych. W przypadku Polski do roku 2000 wartość nominalna inwestycji rzeczowych w sektorze przedsiębiorstw wyraźnie rosła. Wzrostowi wartości realizowanych inwestycji rzeczowych towarzyszyło relatywnie niskie finansowanie wewnętrzne. W latach 2001–2005 wartość realizowanych inwestycji rzeczowych w stosunku do roku 2000 była niższa. Wzrósł jednak znacząco poziom finansowania wewnętrznego. Dopiero po roku 2006 wartość inwestycji rzeczowych realizowana przez sektor przedsiębiorstw przekroczyła poziom inwestycji zrealizowanych w 2000 r. W latach 2006–2008 inwestycje rosły, później, tj. w latach 2009, 2010 zmalały w stosunku do roku 2008. Wzrostowi wartości inwestycji rzeczowych towarzyszył spadek udziału środków wewnętrznych w strukturze finansowania inwestycji rzeczowych polskiego sektora przedsiębiorstw a spadkowi wartości realizowanych przez sektor przedsiębiorstw inwestycji rzeczowych towarzyszył wzrost udziału środków wewnętrznych w strukturze finansowania. Podobne relacje zaobserwować można w przypadku Republiki Czeskiej.

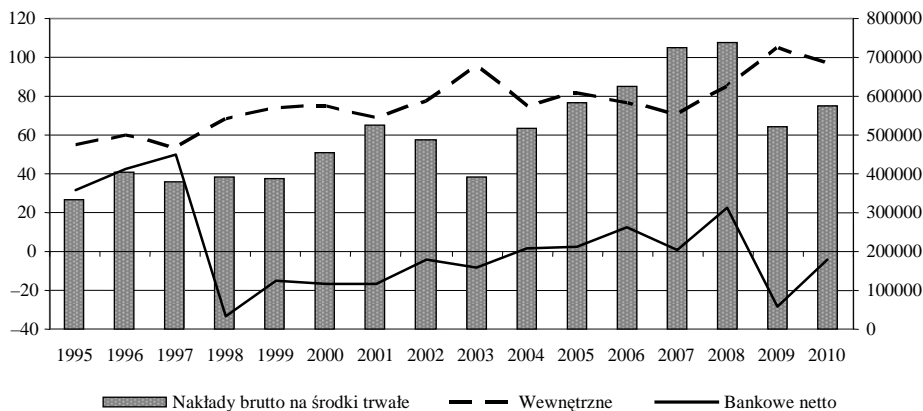


Oś lewa – wewnętrzne i bankowe źródła finansowania inwestycji rzeczowych (pkt. procentowe)
 Oś prawa – nakłady brutto na środki trwałe (mln złotych)

Rys. 1. Polski sektor przedsiębiorstw – nakłady brutto na środki trwałe, wewnętrzne i bankowe źródła finansowania inwestycji rzeczowych

Źródło: EUROSTAT, *National Accounts, Poland*.

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>, dostęp: 20 sierpnia 2012.



Oś lewa – wewnętrzne i bankowe źródła finansowania inwestycji rzeczowych (pkt. procentowe).
 Oś prawa – nakłady brutto na środki trwałe (mln koron)

Rys. 2. Czeski sektor przedsiębiorstw – nakłady brutto na środki trwałe, wewnętrzne i bankowe źródła finansowania inwestycji rzeczowych

Źródło: EUROSTAT, *National Accounts, Czech Republic*.

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>, dostęp: 16 października 2012.

Przyczyn wzrostu znaczenia źródeł wewnętrznych w finansowaniu inwestycji rzeczowych doszukiwać się można w kontekście teorii hierarchii metod finansowania – Myers (1984)¹¹. Zgodnie z argumentacją Myersa (1984) w pierwszej kolejności przedsięwzięcia inwestycyjne są finansowane ze źródeł wewnętrznych a następnie z obcych.

Warto w tym miejscu zastanowić się również nad tym, czy aby wartość realizowanych przez sektor przedsiębiorstw inwestycji rzeczowych nie jest warunkowana dostępnością zewnętrznych źródeł finansowania, w tym kredytu bankowego. Zakładając, że poziom finansowania wewnętrznego jest stały w krótkim okresie czasu, a dostępność innych źródeł finansowania jest ograniczona, wówczas zmiany w poziomie finansowania bankowego mogą prowadzić do równoważnych zmian w poziomie realizowanych inwestycji rzeczowych, a tym samym do zmian w udziale finansowania wewnętrznego. Przyczyn zmian w strukturze finansowania inwestycji rzeczowych w polskim sektorze przedsiębiorstw upatrywać więc należy także w skłonności instytucji finansowych do pożyczania środków finansowych przedsiębiorstwom¹². Skłonność ta w latach 1995–2010 wyraźnie zmalała. Przyczyn należy upatrywać w zniesieniu ograniczeń w ponadgranicznym przepływie kapitału, co przełożyło się na wzrost konkurencji, oraz w nowych standardach kapitałowych w działalności bankowej. Te ostatnie przyczyniły się do tego, że banki masowo rozszerzały swoją działalność o produkty będące dotychczas domeną towarzystw ubezpieczeniowych, czy funduszy inwestycyjnych, bądź też wchodziły kapitałowo w towarzystwa ubezpieczeniowe i fundusze inwestycyjne. Banki w ten sposób starały się generować dochody w formie prowizji i opłat, czyli środków niekoniecznie absorbujących nowy kapitał¹³. Trzeba w tym miejscu zwrócić ponadto uwagę na dużą aktywność na rynku źródeł finansowania sektora publicznego i w konsekwencji wystąpieniu efektu wypychania sektora prywatnego z obiegu gospodarczego, czyli alokację części zasobów poza sektorem ściśle gospodarczym¹⁴.

¹¹ Szerzej: S. Myers, *The capital structure puzzle*, „Journal of Finance” 1984, No. 39.

¹² A. Samborski, *Finansowanie inwestycji rzeczowych w warunkach europejskiej integracji monetarnej – doświadczenia przedsiębiorstw niemieckich*, [w:] J. Duraj (red.), *Prywatyzacja, efektywność i finansowanie przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 204–205.

¹³ A. Samborski, *Finansowanie przedsiębiorstw poprzez emisje papierów wartościowych – diagnoza uwarunkowań i zależności*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2007, s. 255–256.

¹⁴ S. Owsiak, *Podstawy nauki finansów*, Wydawnictwo PWE, Warszawa 2002.

Adam Samborski

**PHYSICAL INVESTMENT FINANCING.
A STUDY OF POLAND AND CZECH REPUBLIC**

The article concerns the relationship between finance and physical investment. It is empirical. Article objectives are: to provide the reader with comparable data on the sources of physical investment financing in the two countries, i.e. Poland and the Czech Republic, and to determine whether there were changes in the corporate sector financing in the period 1995–2010, and if so what are they? This paper assesses the relationship between changes in the financing and the cyclical nature of physical investment. The study used net sources of finance methodology initiated by Mayer (1988, 1990), Corbett and Jenkinson (1994, 1997). It uses the flow of funds rather than stock data. The data used in the conducted analyzes are derived from national accounts. National reporting used in Poland and the Czech Republic is consistent with the assumptions of the SNA'93 and ESA'95.

Key words: physical investment, investment financing.