

*mgr Justyna Chmiel*¹ 

Katedra Finansów i Rachunkowości
Uniwersytet Rzeszowski

*mgr Rafał Pitera*² 

Katedra Finansów i Rachunkowości
Uniwersytet Rzeszowski

Proces finansjalizacji a problemy finansowe przedsiębiorstw w krajach Grupy Wyszehradzkiej

WPROWADZENIE

W szerokim rozumieniu finansjalizacja jest procesem uniezależnienia sfery finansowej od sfery realnej gospodarki, a nawet nadrzędności tej pierwszej w stosunku do tej drugiej. W wyniku zachodzących procesów związanych z finansjalizacją sfera finansowa (rynkі finansowe, elity finansowe) mają coraz większy wpływ na politykę gospodarczą w skali mikro- i makroekonomicznym, a także na sposób zarządzania (Salento i in., 2013; Aalbers, 2019). Ma to swoje konsekwencje w podziale wytworzonej w gospodarce wartości dodanej.

Mimo iż zjawisko finansjalizacji nie jest zjawiskiem nowym i można znaleźć setki (jeśli nie tysiące) publikacji związanych z tą tematyką, to w dalszym ciągu brak jest wypracowanego wspólnego stanowiska na temat jej wpływu na gospodarkę, przedsiębiorstwo, czy społeczeństwo. Duża grupa autorów podkreśla negatywne skutki związane z rosnącym znaczeniem procesów finansowych w zarządzaniu podmiotami gospodarczymi. Jednak równie łatwo natrafić na publikacje podkreślające wpływ finansjalizacji w rozwoju gospodarki danych państw.

W związku z powyższym w opracowaniu podjęto próbę określenia, czy stopień zaawansowania procesów finansjalizacji w jednostce gospodarczej oddziałuje na jej

¹ Adres korespondencyjny: Uniwersytet Rzeszowski, Instytut Ekonomii i Finansów, ul. Ćwiklińskiej 2, 35-601 Rzeszów; e-mail: juchmiel@ur.edu.pl. ORCID: 0000-0002-3890-2785.

² Adres korespondencyjny: Uniwersytet Rzeszowski, Instytut Ekonomii i Finansów, ul. Ćwiklińskiej 2, 35-601 Rzeszów; e-mail: rpitera@ur.edu.pl. ORCID: 0000-0001-9598-1240.

wyniki finansowe, a także jak duże ma to znaczenie w jej funkcjonowaniu. Próbę odpowiedzi na tak postawione pytanie stanowiły wyniki badania przeprowadzone na grupie przedsiębiorstw działających w krajach Grupy Wyszehradzkiej. Do badania wykorzystane zostały dane finansowe pochodzące z przedsiębiorstw działających oraz upadłych z takich państw, jak: Czechy, Polska, Słowacja oraz Węgry. Dane zostały pozyskane przy pomocy platformy *Orbis*³. Okres badania ustalony został na lata 2009–2018. Uzyskane wyniki badań pozwoliły na określenie, czy procesy finansjalizacji w silnym stopniu oddziałują na przedsiębiorstwa.

FINANSJALIZACJA – STANOWISKA W LITERATURZE

Studując literaturę przedmiotu, często można spotkać się z wynikami badań mówiących, że krajem, w którym finansjalizacja osiągnęła największy rozwój, są Stany Zjednoczone. Na przykład, na początku XXI wieku, przy doskonałych wynikach korporacyjnych określonych jako spełnienie oczekiwań Wall Street co do kwartalnych zysków na akcję, firmy zaczęły stosować masowe wykupy, aby „zarządzać” ceną własnych akcji. Biliony dolarów, które można było wydać na innowacje i tworzenie miejsc pracy w gospodarce amerykańskiej w ciągu ostatnich trzech dekad, zostały zamiast tego wykorzystane na odkupienie akcji w celu manipulowania ceną akcji firmy. Ten sposób alokacji zasobów korporacyjnych został mocno spopularyzowany od lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych XX wieku przez koncepcję, że korporację biznesową należy prowadzić do celu, jakim jest „maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy”. Przy wynagradzaniu w formie akcji głównymi beneficjentami tego skupienia się na wzroście cen akcji jako miernika wyników firmy są prezesi korporacji, którzy sami podejmują takie decyzje (Lazonick, 2011).

Proces finansjalizacji powstał w wyniku interakcji zachodzących w przestrzeni gospodarczej między przedsiębiorstwami niefinansowymi, pośrednikami finansowymi (w tym bankami) oraz gospodarstwami domowymi. Te interakcje mają miejsce w określonym otoczeniu instytucjonalnym. Na ten układ ma wpływ kształtowanie polityki, co skutkuje zmianami systemowymi.

Według Palleya (2007) przyczyny rozprzestrzeniania się finansjalizacji na świecie można podzielić na trzy grupy. Pierwsza związana jest z zachodzącymi zmianami w strukturze i funkcjonowaniu rynków finansowych, druga wiąże się ze zmianami w funkcjonowaniu przedsiębiorstw niefinansowych. Trzecią i ostatnią grupą czynników wpływających na rozwój finansjalizacji jest rosnący wpływ rynków finansowych i elit finansowych na politykę gospodarczą i wyniki zarządzania. Przejawem tego procesu są ścisłe związki polityki ze światem finansów (widoczne np. przez tzw. drzwi obrotowe) oraz kształtowanie się systemu finansowo-politycznego

³ <https://www.bvdinfo.com/en-gb/our-products/data/international/orbis>.

ograniczającego rolę państwa w życiu gospodarczym (Hall, 2009; Ratajczak, 2017). Proces finansjalizacji rodzi zainteresowanie wielu dyscyplin naukowych i wart jest uważnego rozważenia na różnych poziomach analitycznych. Rzeczywiście, należy zapytać, czy „finansjalizacja gospodarki” na poziomie makro (jakkolwiek interpretowana) przekłada się na poziomie mikro na coś, co moglibyśmy nazwać „finansjalizacją przedsiębiorstw” (Szczepankowski, 2015).

Finansjalizacja przedsiębiorstw związana jest przede wszystkim z rosnącym znaczeniem działalności finansowej w działalności niefinansowych podmiotów gospodarczych. Konsekwencją powyższego jest zmiana strumieni przychodów, które wiążą się z rosnącym udziałem przychodów z działalności finansowej, zamiast tradycyjnie rozumianej działalności operacyjnej i inwestycyjnej (Nölke, Perry, 2007; Ratajczak, 2017). Finansjalizacja stwarza określone zagrożenia (generuje niepewność i ryzyko) oraz wady, także na poziomie mikroekonomicznym, tj. dla przedsiębiorstw i ich interesariuszy (klientów, partnerów biznesowych, pożyczkodawców itp.). Negatywne aspekty procesu finansjalizacji dla przedsiębiorców mogą oznaczać wzrost ogólnego ryzyka biznesowego spowodowanego ryzykiem finansowym, a także wzrost zadłużenia. Może to również oznaczać krótszą perspektywę postrzegania i planowania procesów biznesowych. Ograniczenie inwestycji w aktywa niefinansowe to także kolejny, o negatywnych skutkach, efekt finansjalizacji (Ratajczak, 2012; Gostomski, 2014; Stockhammer, 2013).

I choć finansjalizacja może w krótkim okresie przynieść wysokie zyski interesariuszom, to istnieje również szereg zagrożeń dla tej grupy. Mogą to być m.in.:

- osłabienie więzi z partnerami biznesowymi (kooperantami, dostawcami, odbiorcami) w wyniku nadmiernej orientacji na rynki finansowe kosztem procesów w „realnej” gospodarce (Alami, 2020);
- zwiększona niepewność związana z zawartymi kontraktami, kontynuacją i regularnością dostaw (Gulski, 2018; Kowalczyk, Woźniak, 2020);
- zwiększone ryzyko opóźnień w regulowaniu należności przez przedsiębiorstwo za dostawy i usługi, prawo publiczne i inne (Gemzik-Salwach, Opolski, 2020);
- zwiększone ryzyko niewypłacalności i bankructwa (Foster, 2007; Palley, 2007; Skott, Ryoo, 2008).

Na poziomie przedsiębiorstwa wszystkie skutki finansjalizacji są pochodną zwiększonego znaczenia motywów finansowych (głównie zysku i ryzyka) w procesie podejmowania decyzji ekonomicznych (Palley, 2007; Jajuga, 2014).

Finansjalizacja przedsiębiorstw jest efektem poszukiwania różnorodnych form kapitału na rynku finansowym, a także lokowania pozyskanego kapitału w aktywa finansowe (Orhangazi, 2008).

W literaturze podkreśla się również związek między strukturą własnościową przedsiębiorstw a stopniem finansjalizacji ich działalności gospodarczej. Badania Morina (2000) i Höpnera (2001) wykazały silną i statystycznie istotną korelację

między udziałem inwestorów instytucjonalnych w strukturze własności przedsiębiorstw a skłonnością do akumulacji finansowej i przeprowadzania fuzji i przejęć na dużą skalę. Pozycja i wynagrodzenie zarządzających spółkami zależy od wyników krótkoterminowych (zysk i wzrost wartości akcji) oczekiwanych przez właścicieli, którymi są głównie instytucje finansowe (banki, fundusze inwestycyjne). Inwestorzy instytucjonalni zmieniają zachowania inwestycyjne przedsiębiorstw. Istotnie, Lazonick i O'Sullivan (2000) twierdzą, że jeśli chodzi o koncepcję SHV (*Shareholder Value*, czyli koncepcja wartości dla akcjonariuszy), politykę „zatrzymaj i inwestuj” zastąpiono działaniami opartymi na zasadzie „ograniczenia inwestycji i dystrybucji dochodów”. Ocena menedżerów wiąże się z oceną danego przedsiębiorstwa przez rynki finansowe, która przeważa nad oceną kształtowaną przez rynek (Banaszyk, 2015).

Podstawową konsekwencją finansjalizacji przedsiębiorstw jest przesunięcie preferencji alokacji kapitału z aktywów materialnych na bardziej ryzykowne, ale potencjalnie bardziej zyskowne aktywa finansowe. Prowadzi to do wzrostu ryzyka zarówno na poziomie mikroekonomicznym (poziom przedsiębiorstw), jak i w całej gospodarce. Ponadto takiej strategii inwestycyjnej towarzyszy wzrost zadłużenia podmiotów gospodarczych, co jest wynikiem złagodzenia wymogów dla kredytobiorców przy kalkulacji ryzyka kredytowego przez instytucje finansowe (Lewicka-Strzałecka, 2015; Dec, 2016).

Procesy związane z finansjalizacją w skali przedsiębiorstw wydają się być w obecnej sytuacji gospodarczej jednym z ważniejszych aspektów.

METODYKA BADANIA I OPIS PRÓBY BADAWCZEJ

W celu określenia średniego poziomu finansjalizacji przedsiębiorstw niefinansowych w krajach „Grupy Wyszehradzkiej (V4)” wykorzystano dane z międzynarodowej bazy finansowej *Orbis*, która zawiera informacje o ponad 20 mln firm z krajów całego świata. Liczba krajów objętych badaniem została zawężona do krajów należących do Grupy Wyszehradzkiej. Kraje takie jak Polska, Węgry, Czechy i Słowacja od lat stanowią nieformalną formę współpracy. Oprócz sąsiedztwa, kraje te łączy wspólna historia, tradycja, i kultura. W bazie *Orbis* znajdują się sprawozdania i wskaźniki finansowe oraz dane o strukturze korporacyjnej. Dane finansowo-księgowo przedsiębiorstw zawarte w bazie *Orbis*, choć pochodzą z różnych krajów, umożliwiają międzynarodowe analizy porównawcze ze względu na fakt, że podlegają procesowi standaryzacji. Na potrzeby niniejszego badania próba badawcza obejmuje wszystkie przedsiębiorstwa zarejestrowane w poszczególnych krajach należących do Grupy Wyszehradzkiej, których dane finansowe znalazły się w bazie *Orbis* w latach 2009–2018. Były to przedsiębiorstwa niefinansowe różnej wielkości. W badaniu nie pogrupowano przedsiębiorstw według ich wielkości, ani

branży, w której one funkcjonują, ale analiza poziomu finansjalizacji pod kątem tej cechy może stanowić kolejny ciekawy wątek badawczy.

Łącznie w badaniu wykorzystano wszystkie dane finansowe przedsiębiorstw z czterech krajów, które dostępne były w bazie *Orbis*. Analizowane przedsiębiorstwa podzielone zostały na dwie grupy. Pierwsza z nich obejmuje wszystkie przedsiębiorstwa aktywnie działające na rynku, a ich kondycja finansowa nie wykazuje symptomów wskazujących na zagrożenie upadłością. Druga grupa przedsiębiorstw to przedsiębiorstwa, które charakteryzują się problemami związanymi z ich sytuacją finansową. Jest to grupa przedsiębiorstw nieaktywnych, które ogłosiły upadłość lub zostały zlikwidowane.

Jako cel badawczy podjęto próbę określenia jak stopień zaawansowania procesów finansowych w jednostce gospodarczej oddziałuje na jej sytuację finansową. Przeprowadzone badanie miało za zadanie zweryfikować postawioną hipotezę, która została sformułowana w następujący sposób: Wysoki poziom finansjalizacji zwiększa prawdopodobieństwo wystąpienia problemów związanych z procesami upadłościowymi.

Do oceny zaawansowania procesów finansjalizacji w badanych jednostkach przyjęto pięć najczęściej spotykanych mierników pozwalających dać ogólny obraz, w jakim poziomie jest omawiane zjawisko. W badaniu wykorzystano:

X1 – Udział środków trwałych w aktywach ogółem (%).

X2 – Udział przychodów finansowych w przychodach ogółem (%).

X3 – Udział kosztów finansowych w kosztach całkowitych (%).

X4 – Udział zadłużenia w zobowiązaniach ogółem (%).

X5 – Zwrot z funduszy udziałowców (%).

Uwzględniając popularność ww. narzędzi zdecydowano się na ich zastosowanie oraz oparcie wniosku przy wykorzystaniu wyników na podstawie wyliczeń średniej arytmetycznej oraz średniej ważonej opartej na udziale sektora finansowego przy kreacji PKB. Skorygowanie wyników o udział sektora finansowego w PKB gospodarki danego kraju miało na celu sprowadzić do porównywalności wyniki poszczególnych państw. Mimo iż do badania wybrane zostały kraje tworzące Grupę Wyszehradzką, to jednak funkcjonowanie i struktura gospodarek poszczególnych państw w wielu aspektach są różne.

Wprowadzenie wagi w postaci udziału sektora finansowego pozwoliło na uwzględnienie wielkości próby przedsiębiorstw z danego kraju oraz poziomu rozwoju sektora finansowego w gospodarce danego państwa.

WYNIKI BADAŃ

Analiza została przeprowadzona dla czterech państw z grupy V4 dla lat 2009–2018, z czego dane prezentowane w tabelach prezentowane są dla wybranych lat

(2009, 2010, 2013, 2014, 2017, 2018). Otrzymane wyniki, które autorzy prezentują w tabelach, zostały skorygowane o procentowy udział sektora finansowego w generowaniu Produktu Krajowego Brutto. Takie podejście ma swoje uzasadnienie. Otóż sektor finansowy jest swojego rodzaju pierwszym komunikatem, który wskazuje na poziom rozwoju sektora usług finansowych gospodarki danego państwa. Obliczane wskaźniki dotyczą obszaru zarządzania finansami oraz związanych z tym konsekwencji. Podobne stanowisko prezentują także inne osoby zajmujące się tematyką finansów (m.in. Cournède, Denk, 2015; Cournède, Denk, Hoeller, 2015; Glick, Lansing, 2010; Lansing, 2012; Potocki, Opolski, 2017). Odpowiednie skorygowanie o udział sektora finansowego pozwala również na uzyskanie wyników porównywalnych dzięki eliminacji m.in. wielkości danego kraju, czy różnej struktury gospodarek. Tabela 1 przedstawia wyniki dotyczące procentowego udziału pożyczek w ogólnym zadłużeniu przedsiębiorstw niefinansowych. W literaturze przedmiotu przyjmuje się założenie, że im wyższy poziom zadłużenia, tym wyższy jest poziom finansjalizacji w danej grupie przedsiębiorstw. Analizując sytuację w krajach należących do Grupy Wyszehradzkiej, ciężko jest wysnuć jednoznaczne wnioski. W przypadku przedsiębiorstw aktywnych wzrost poziomu zadłużenia miał miejsce w dwóch krajach (Polska i Słowacja), w jednym poziom zadłużenia utrzymał się na tym samym poziomie (Czechy), a na Węgrzech nastąpił spadek tego wskaźnika.

W przypadku przedsiębiorstw sklasyfikowanych jako nieaktywne, wzrost również odnotowano w tych samych dwóch krajach (Polska, Słowacja), spadek natomiast w Czechach i na Węgrzech.

Biorąc pod uwagę fakt, iż opisując sytuację przedsiębiorstw nieaktywnych w większości przypadków (trzy kraje) wskaźniki zanotowały wyższe wartości, co może wskazywać na to, iż finansjalizacja może być jedną z przyczyn upadłości przedsiębiorstw.

Tabela 1. Procentowy udział pożyczek w ogólnym zadłużeniu w wybranych latach (w %)

Kraj	2009	2010	2013	2014	2017	2018
Przedsiębiorstwa aktywne						
Czechy	0,26	0,23	0,26	0,24	0,28	0,26
Polska	0,26	0,23	0,25	0,29	0,37	0,35
Słowacja	0,24	0,26	0,31	0,35	0,48	0,44
Węgry	0,28	0,22	0,16	0,17	0,12	0,14
Przedsiębiorstwa nieaktywne						
Czechy	0,41	0,40	0,22	0,20	0,10	0,14
Polska	1,33	1,24	1,33	1,39	2,72	3,58
Słowacja	0,89	0,96	1,28	1,26	1,63	2,70
Węgry	0,65	0,79	0,63	0,64	0,47	0,43

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych pochodzących z bazy danych Orbis: (<https://www.bvdinfo.com/>).

Tabela 2 prezentuje procentowy udział aktywów trwałych w ogólnej wartości aktywów. Zgodnie z zasadą „zatrzymaj i inwestuj”, spadek wartości środków trwałych oznacza równoległe wzrost poziomu zjawiska jakim jest finansjalizacja. W analizowanym przypadku, wskaźnik ten nie określa zwiększenia skali opisanego zjawiska. W porównaniu do roku 2009, tylko na Węgrzech przedsiębiorstwa zaliczone do grupy przedsiębiorstw aktywnych odnotowały spadek poziomu aktywów trwałych. Analiza wybranego wskaźnika nie potwierdziła jednoznacznie zależności pomiędzy wyższym poziomem finansjalizacji a kwestią upadłości

Tabela 2. Procentowy udział aktywów trwałych w ogólnej wartości aktywów w wybranych latach (w %)

Kraj	2009	2010	2013	2014	2017	2018
Przedsiębiorstwa aktywne						
Czechy	1,26	1,15	1,42	1,48	1,69%	1,72%
Polska	1,44	1,44	1,59	1,72	2,16%	2,18%
Słowacja	1,25	1,36	1,46	1,49	1,97%	1,97%
Węgry	1,81	1,65	1,36	1,32	1,45%	1,41%
Przedsiębiorstwa nieaktywne						
Czechy	1,16	0,93	1,68	2,08	2,51	0,92
Polska	1,44	1,44	1,59	1,72	2,16	2,18
Słowacja	1,25	1,36	1,46	1,49	1,97	1,97
Węgry	1,29	1,24	1,46	1,42	1,20	1,07

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych pochodzących z bazy danych *Orbis*: (<https://www.bvdinfo.com/>).

Średni wzrost z zainwestowanego kapitału jest miarą zysków akcjonariuszy. Poziom tego wskaźnika prezentowany jest w tabeli 3. Rosnący poziom tego wskaźnika świadczy o tym, iż w konkretnym przedsiębiorstwie rośnie poziom finansjalizacji. Rosnące oczekiwania inwestorów na wysoki zysk w krótkim okresie to główna przyczyna rosnącego poziomu tego zjawiska. Analizując dane przedsiębiorstw aktywnych, można zauważyć wzrost tego wskaźnika. Tylko w przypadku jednego kraju (Węgry) nastąpił spadek tego zjawiska. W przypadku przedsiębiorstw nieaktywnych nastąpił spadek średniego zwrotu z zainwestowanego kapitału, co według autorów jest spowodowane nie niskim poziomem finansjalizacji, ale brakiem dostatecznych funduszy, które można by było przeznaczyć na wypłatę dywidendy.

Tabela 3. Średni zwrot z zainwestowanego kapitału w wybranych latach (w %)

Kraj	2009	2010	2013	2014	2017	2018
Przedsiębiorstwa aktywne						
Czechy	0,14	0,16	0,14	0,26	0,48	0,47
Polska	0,71	0,76	0,67	0,83	0,81	0,84
Słowacja	0,25	0,44	0,31	0,50	0,44	0,30
Węgry	1,16	1,18	0,86	0,80	0,24	0,26
Przedsiębiorstwa nieaktywne						
Czechy	0,02	-0,01	-0,07	-0,11	0,00	-0,27
Polska	0,05	-0,12	-0,03	-0,35	-0,90	-0,80
Słowacja	0,25	0,44	0,31	0,50	0,44	0,30
Węgry	1,16	1,18	0,86	0,80	0,24	0,26

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych pochodzących z bazy danych *Orbis*: (<https://www.bvdinfo.com/>).

Wzrost udziału przychodów (tabela 4) w literaturze przedmiotu jest uważany jako jeden z symptomów charakteryzujących zjawisko finansjalizacji. W krajach należących do Grupy Wyszehradzkiej nie odnotowano znaczącej tendencji wzrostowej. Ciekawy wniosek nasuwa się jednak podczas analizy przedsiębiorstw nieaktywnych. We wszystkich przypadkach bowiem poziom przychodów finansowych w przychodach ogółem uległ zwiększeniu. Taka sytuacja wskazuje na to, że przedsiębiorstwa, które napotykały różne trudności finansowe w prowadzonej działalności, chętniej próbowały wygenerować swoje przychody ze strefy niezwiązanej z działalnością operacyjną.

Tabela 4. Udział przychodów finansowych w łącznych przychodach w wybranych latach (w %)

Kraj	2009	2010	2013	2014	2017	2018
Przedsiębiorstwa aktywne						
Czechy	0,069	0,052	0,067	0,065	0,126	0,113
Polska	0,053	0,047	0,046	0,053	0,064	0,046
Słowacja	0,007	0,005	0,004	0,011	0,005	0,006
Węgry	0,222	0,181	0,173	0,185	0,203	0,195
Przedsiębiorstwa nieaktywne						
Czechy	0,095	0,078	0,101	0,094	0,160	0,153
Polska	0,079	0,073	0,077	0,081	0,103	0,092
Słowacja	0,033	0,031	0,035	0,039	0,044	0,050
Węgry	0,276	0,237	0,240	0,243	0,279	0,284

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych pochodzących z bazy danych *Orbis*: (<https://www.bvdinfo.com/>).

Podobnie jak w przypadku przychodów finansowych (tabela 4), również wzrost kosztów finansowych w ogólnej wartości kosztów (tabela 5) ponoszonych przez przedsiębiorstwa niefinansowe jest uznawany za efekt pogłębiających się procesów finansjalizacji. Przedsiębiorstwa działające aktywnie charakteryzują się wzrostem, ale i utrzymaniem opisywanego wskaźnika na podobnym poziomie. Warto podkreślić, że w przypadku przedsiębiorstw nieaktywnych, aż w trzech krajach (Czechy, Polska, Słowacja) nastąpił wzrost udziału kosztów finansowych w kosztach ogółem. Oznacza to negatywny wpływ wysokiego poziomu kosztów niepochodzących z działalności operacyjnej na sytuację finansową przedsiębiorstwa.

Tabela 5. Udział kosztów finansowych w łącznych kosztach w wybranych latach (w %)

Kraj	2009	2010	2013	2014	2017	2018
Przedsiębiorstwa aktywne						
Czechy	0,093	0,069	0,095	0,088	0,125	0,097
Polska	0,058	0,025	0,078	0,088	0,084	0,077
Słowacja	0,021	0,014	0,012	0,014	0,015	0,015
Węgry	0,329	0,304	0,291	0,406	0,127	0,127
Przedsiębiorstwa nieaktywne						
Czechy	0,119	0,095	0,129	0,117	0,160	0,137
Polska	0,084	0,051	0,109	0,116	0,123	0,123
Słowacja	0,047	0,040	0,043	0,041	0,053	0,059
Węgry	0,384	0,359	0,358	0,465	0,203	0,215

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych pochodzących z bazy danych *Orbis*: (<https://www.bvdinfo.com/>).

PODSUMOWANIE

Przeprowadzone badanie przedstawia procesy związane z finansjalizacją oraz stopień ich zaawansowania w krajach tworzących tzw. Grupę Wyszehradzką. Odnosząc się do przedstawionych wyników badań z uwzględnieniem udziału sektora finansowego w kreacji Produktu Krajowego Brutto większość wyliczonych mierników w poszczególnych krajach jest na zbliżonym poziomie. Udział przychodów finansowych w przychodach ogółem oraz kosztów finansowych w łącznych nakładach jest podobny we wszystkich krajach i nie jest to poziom znaczący. Podobnie rzecz się ma odnośnie do pozostałych wskaźników. Widoczna różnica jest w przypadku średniego zwrotu z kapitału. Wskaźnik ten jest najwyższy w Polsce. Warto dodać, że jest dwukrotnie wyższy niż w pozostałych krajach.

Wartości wskaźników mówiące o zaawansowaniu poziomu finansjalizacji były wyższe w przedsiębiorstwach nieaktywnych. Również w grupie tych przedsiębiorstw mierniki oceniające sytuację finansową charakteryzowały się gorszymi wartościami.

Poziom finansjalizacji ma znaczenie dla funkcjonowania jednostki gospodarczej. Oddziaływanie takich procesów przynosi w dłuższej perspektywie więcej negatywnych skutków. Dlatego należy ocenić, iż zjawisko finansjalizacji ma negatywny wpływ na działalność podmiotów gospodarczych, a także może przyczynić się do zaburzeń związanych z kontynuacją działalności gospodarczej. Potwierdza to postawioną hipotezę.

Oceniając poziom zaawansowania zjawiska finansjalizacji w państwach V4 należy określić, iż procesy te w okresie kilkudziesięciu lat zwiększyły skalę, co potwierdzają wyniki. Należy także dodać, iż odnosząc otrzymane wyniki do udziału sektora finansowego w PKB, to w każdym z czterech państw finansjalizacja nie jest procesem o silnych wpływach w przedsiębiorstwach. Generalnie procesy związane z finansjalizacją w literaturze więcej mają opinii krytycznych niż zwolenników tego zjawiska. Więcej jest też symptomów negatywnie oddziałujących na jednostki gospodarcze w związku z finansjalizacją. Mając na uwadze powyższe należy stwierdzić, iż w krajach Grupy Wyszehradzkiej finansjalizacja w badanym okresie nabrała na znaczeniu w przypadku działalności przedsiębiorstw niefinansowych. Jednakże należy dodać, iż skala procesów zachodzących w ramach procesu finansjalizacji nadal jest na niskim poziomie. Jest to z pewnością poziom na tyle niski, iż w następnych kilkudziesięciu latach będzie jeszcze wzrastał. Jest to charakterystyczne dla państw zaliczanych do tak zwanych postkomunistycznych z Europy Centralnej i Środkowo-Wschodniej.

Ograniczenia, jakie wiążą się z przeprowadzonym badaniem, to przede wszystkim możliwość odniesienia otrzymanych wyników badania tylko do krajów postkomunistycznych. Zastosowanie ograniczonej narzędzi, które są miernikami finansjalizacji, jednak ich skuteczność nie została potwierdzona. Narzędzia te, choć są stosowane powszechnie, to jednak mają różnego rodzaju ograniczenia – np. skupiają się tylko na danych finansowych. Kierunki przyszłych badań to przede wszystkim: poszerzenie próby badawczej o pozostałe kraje UE, a z czasem o kraje spoza Europy; próba oceny skuteczności narzędzi badających poziom finansjalizacji; badania nad nowymi miernikami (bardziej syntetycznymi) w ocenie procesów i stopnia finansjalizacji.

BIBLIOGRAFIA

- Aalbers, M. B. (2019). Financialization. W: D. Richardson, N. Castree, M. F. Goodchild, A. L. Kobayashi, R. Marston (red.), *The International Encyclopedia of Geography: People, the Earth, Environment, and Technology* (s. 1–14). Oxford: Wiley.
- Alami, I. (2020). *Money Power and Financial Capital in Emerging Markets: Facing the Liquidity Tsunami*. RIPE Series in Global Political Economy, Routledge: Oxon and New York.

- Banaszyk, P. (2015). Jak odwrócić finansyzację. *Dziennik Gazeta Prawna*, 14, 22 lipca.
- Cournède, B., Denk, O. (2015). 'Finance and income inequality in OECD countries. *OECD Economics Department Working Paper*, 1224, 1–41. DOI: 10.1787/5js04v5jm2hl-en.
- Cournède, B., Denk, O., Hoeller, P. (2015). Finance and inclusive growth. *OECD Economic Policy Paper*, 14, 1–46.
- Dec, P. (2016). Demografia przedsiębiorstw – analiza ilościowa upadłości w Polsce i na świecie. *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*, 1(792), 101–117.
- Foster, J. B. (2007). The Financialization of Capitalism. *Monthly Review*, 58(11), 1–12. DOI: 10.14452/MR-058-11-2007-04_1.
- Gemzik-Salwach, A., Opolski, K. (red.). (2020). *Gospodarka i społeczeństwo w dobie finansjalizacji*. Warszawa: CeDeWu.
- Glick, R., Lansing, K. J. (2010). Global Household Leverage, House Prices, and Consumption. *FRBSF Economic Letters*, 1, 1-5.
- Gostomski, E. (2014). Finansyzacja w gospodarce światowej. *International Business and Global Economy*, 33, 299–311. DOI: 10.4467/23539496IB.13.021.2406.
- Gulski, B. (2018). Finansyzacja jako czynnik wpływający na zawłaszczanie wartości przez przedsiębiorstwa. *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, 160, 79–97. DOI: 10.33119/SIP.2018.160.5.
- Hall, S. (2009). Financialised Elites and the Changing Nature of Finance Capitalism: Investment Bankers in London's Financial District. *Competition & Change*, 2, 173–189. DOI: 10.1179/102452909X417042.
- Höpner, M. (2001). Corporate Governance in Transition: Ten Empirical Findings on Shareholder Value and Industrial Relations in Germany. Max Planck Institute for the Study of Societies. *Working Paper*, 5, 1–61. DOI: 10.2139/ssrn.287460.
<https://www.bvdinfo.com/>
- Jajuga, K. (2014). W poszukiwaniu miar ryzyka finansowego. W: J. Czekał, S. Owsiak (red.), *Finanse w rozwoju gospodarczym i społecznym* (s. 147–157). Warszawa: PWE.
- Kowalczyk, D., Woźniak, H. (2020). *Procesy finansjalizacji gospodarki światowej. Wybrane zagadnienia*. Sopot: Centrum Myśli Strategicznych.
- Lansing, K. J. (2012). Speculative growth, overreaction, and the welfare cost of technology-driven bubbles. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 83, 461–483. DOI: 10.1016/j.jebo.2012.02.011.
- Lazonick, W. (2011). *From Innovation to Financialization: How Shareholder Value Ideology is Destroying the US Economy*. Massachusetts: University of Massachusetts and The Academic-Industry Research Network.
- Lazonick, W., O'Sullivan, M. (2000). Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. *Economy and Society*, 29(1), 13–35. DOI: 10.1080/030851400360541.
- Lewicka-Strzałecka, A. (2015). Kultura finansjalizacji. *Prakseologia*, 257(2), 209–230.
- Morin, F. (2000). A Transformation in the French Model of Shareholding and Management. *Economy and Society*, 29(1), 36–53. DOI: 10.1080/030851400360550.
- Nölke, A., Perry, J. (2007). The Power of Transnational Private Governance: Financialization and the IASB. *Business and Politics*, 9(3), 1–25. DOI: 10.2202/1469-3569.1185.

- Orhangazi, O. (2008). Financialization and Capital Accumulation in the Non-financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973–2003. *Cambridge Journal of Economics*, 32, 863–886. DOI: 10.1093/cje/ben009.
- Palley, T. (2007). Financialisation. What It Is and Why It Matters, The Level Economics Institute. Washington D. C., *Working Paper*, 525, 1–31. DOI:10.2139/ssrn.1077923.
- Potocki, T., Opolski, K. (2017). The macroeconomic determinants of financial literacy in the European Union (on the example of numeracy skills). W: K. Opolski, A. Gemzink-Salwach (red.), *Financialization and the Economy* (s. 67–80). London: Routledge.
- Ratajczak, M. (2012). Finansyzacja gospodarki. *Ekonomista*, 3, 281–301.
- Ratajczak, M. (2017). Finansjalizacja gospodarki: wymiary dyskusji. *Bezpieczny Bank*, 3(68), 7–22. DOI: 10.26354/bb.2.3.68.2017.
- Salento, A., Masino, G., Berdicchia, D. (2013). Financialization and Organizational Changes in Multinational Enterprises. *Revue d'économie Industrielle*, 144-4e trimestre, 151, 145–176. DOI: 10.4000/rei.5710.
- Skott, P., Ryoo, S. (2008). Macroeconomic implications of financialization. *Cambridge Journal of Economics*, 32, 827–862. DOI: 10.1093/cje/ben012.
- Stockhammer, E. (2013). Financialization and the Global Economy. W: M. H. Wolfson, G. H. Epstein (red.), *The Political Economy of Financial Crises* (s. 512–525). New York: Oxford University Press.
- Szczepankowski, P. (2015). Wpływ zarządzania wartością na finansjalizację przedsiębiorstw. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 854. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 73, 497–510.

Streszczenie

Finansjalizacja jest obecnie zagadnieniem często poruszonym w literaturze przedmiotu. Proces ten jest postrzegany jako ekspansja sfery finansowej, która wnika w różne sfery gospodarki. Ma również coraz większy wpływ na funkcjonowanie przedsiębiorstw niefinansowych, które z pozoru mogą wydawać się być podmiotami, których proces ten może nie dotyczyć.

W artykule podjęto problematykę finansjalizacji i jej wpływu na prowadzenie działalności gospodarczej przedsiębiorstw funkcjonujących w gospodarce. W literaturze dość często wyrażany jest pogląd, iż rosnący poziom procesów związanych z finansjalizacją negatywnie oddziałuje na prowadzenie działalności gospodarczej przez przedsiębiorstwa, czego skutkiem w ekstremalnych przypadkach jest ich upadłość. W związku z powyższym jako cel badawczy podjęto próbę określenia, jak stopień zaawansowania procesów finansowych/finansjalizacji w jednostce gospodarczej oddziałuje na jej sytuację (wyniki) finansowe. W celu osiągnięcia założonego celu postawiono następującą hipotezę badawczą:

Wysoki poziom finansjalizacji zwiększa prawdopodobieństwo wystąpienia problemów związanych z procesami upadłościowymi.

Dla weryfikacji hipotezy badawczej oraz realizacji postawionego celu przeprowadzone zostało badanie na próbie wszystkich przedsiębiorstw, których dane finansowe znajdują się w bazie *Orbis* z krajów tworzących Grupę Wyszehradzką. Analizie poddane zostały dane finansowe z lat 2009–2018. W tym celu wykorzystane zostały narzędzia badawcze, które w literaturze określa się (przyjmuje) jako mierniki oceny poziomu finansjalizacji.

Otrzymane wyniki badania nie dają jednoznacznej odpowiedzi potwierdzających postawioną w początkowej części artykułu hipotezę. Jednym ważnym wnioskiem, który nasuwa się po przeprowadzeniu badań, jest to, że kraje Grupy Wyszehradzkiej nie charakteryzują się zbyt wysokim poziomem finansjalizacji i można przyjąć, że niewiele jest zauważalnych negatywnych symptomów finansjalizacji. Co więcej, zauważa się związek wzrostu wskaźników uważanych za charakterystyczne dla finansjalizacji z niekorzystną sytuacją finansową w przedsiębiorstwach niefinansowych.

Słowa kluczowe: działalność finansowa, Grupa Wyszehradzka, finansjalizacja, procesy finansowe, upadłość przedsiębiorstw.

Financialization and financial problems of enterprises in the Visegrad Group countries

Summary

Financialization is currently an issue frequently discussed in the literature on the subject. This process, often perceived as an expansion of the financial sphere that penetrates various aspects of the economy, also has an increasing impact on the functioning of non-financial enterprises, which, on the surface, may appear to be entities that might not expect to be affected by this process.

The article deals with the issue of financialization and its impact on the running of economic activities for enterprises operating in the economy. The literature frequently expresses the view that the increasing level of processes related to financialization has a negative impact on the conduct of business activity by enterprises, which in extreme cases results in their bankruptcy. Therefore, this research attempts to determine how the advancement of financial processes, or financialization, in an economic entity affects its financial situation (results). To achieve this objective, the following research hypothesis was formulated:

A high level of financialization increases the probability of problems related to bankruptcy processes.

To verify the research hypothesis and the purpose, a survey was conducted on all companies with financial data in the Orbis database from countries in the Visegrad Group. Furthermore, financial data for the years 2009–2018 was analyzed. The research tools used for this purpose are referred to (assumed) in the literature as measures of assessing the level of financialization.

The results obtained through the study do not give a clear answer confirming the hypothesis set out at the beginning of the article. One important conclusion that can be drawn from the research is that the Visegrad Group countries are not characterized by a very high level of financialization, and it can be presumed that there are few noticeable negative symptoms of financialization. Moreover, there is a correlation between the increase in indicators considered characteristic of financialization and the unfavorable financial situation of non-financial enterprises.

Keywords: financial activities, the Visegrad Group, financialization, financial processes, bankruptcy of enterprises.

JEL: G10, G30, G33.