

Piotr Szczepankowski

# Finansyzacja przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce

**W analizie obecnego stadium rozwoju gospodarki rynkowej, jednym ze zjawisk skupiającym uwagę środowiska ekonomicznego jest finansyzacja. Oznacza ona wzrost absolutnej i relatywnej wielkości sektora finansowego, który pociąga za sobą zmiany jakościowe funkcjonowania gospodarki.**

Finansyzacja jest szeroko rozumiana jako wzrost: branży finansowej w całości kształcie działalności ekonomicznej, liczby kontrolerów finansowych w strukturze zarządzania przedsiębiorstwami, aktywów finansowych w sumie aktywów całkowitych, zbywalnych papierów wartościowych w ogólnej wartości aktywów finansowych, rynku kapitałowego jako miejsca kontroli działalności spółek i jego fluktuacji jako głównej determinanty przebiegu cykli koniunkturalnych [Dore, 2008]. Zjawisko to pogłężyło w kryzysie instytucji, regulacji, teorii ekonomicznych i modelu społecznego najbardziej rozwinięte gospodarki świata [Dembinski, 2012]. Finansyzacja stała się jedną z kluczowych, ekonomicznych sił przemian ostatnich kilkudziesięciu lat, będącą skutkiem nadmiernego przerostu, czy wręcz wynaturzeniem sektora finansowego, której towarzyszy skracanie horyzontu w decyzjach gospodarczych i zanik myślenia strategicznego [Mączyńska, 2013], co powoduje inflację rynków kapitałowych i nadmierną kapitalizację przedsiębiorstw w krótkim okresie [Toporowski, 2008]. Mamy więc do czynienia z nowym eta-

pem kapitalizmu, w którym podstawowym źródłem osiągania dochodów są krótkoterminowe inwestycje finansowe [Ratajczak, 2009].

Finansyzacja, rozumiana również jako odseparowana od realnej gospodarki oraz żyjąca własnym życiem masa stale powiększających się obrotów finansowych na rynkach globalnych [Błasiak, 2010] spowodowała, iż motywem napędowym rozwoju gospodarki stało się robienie pieniędzy bez pośrednictwa produkcji [Chołaj, 2003]. Instrumenty finansowe osiągnęły przewagę nad innymi formami kapitału, a rynki finansowe zdominowały tradycyjną gospodarkę przemysłową [Żyżyński, 2009]. Przyczyną tego była liberalizacja czynników instytucjonalnych oraz głęboka deregulacja systemu i rynków finansowych [Agliette, Bretton, 2001], które objęły m.in. likwidację kontroli udzielania kredytów, deregulację stopy procentowej, ograniczenia barier w dostępie do sektora usług finansowych, zmniejszanie zakresu regulacji funkcjonowania sektora finansowego [Mesjasz, 2006]. Finansyzacja spowodowała również jakościową zmianę roli sektora finansowego – ze służebnego wobec sektora realnego na kontrolną [Harvey, 2005], co skutkuje wzmocnieniem wzajemnych zależności pomiędzy nimi [Epstein, 2005, Stockhammer, 2004].

Jedną z konsekwencji finansyzacji jest spadek roli sektora przemysłowego w rozwoju społeczno-gospodarczym kraju. W Polsce przetwórstwo przemysłowe w

2005 r. wytwarzało 15,7 proc. dochodu narodowego i 15,3 proc. w 2012 r. Udział sektora finansowego w PKB naszego kraju wzrósł w tym czasie z poziomu ok. 17,5 proc. do ponad 20 proc. W Unii Europejskiej przemysł tworzy obecnie średnio tylko 16 proc., a sektor finansowy ponad 25 proc. PKB. Obserwując tę tendencję, rozpoczęto prace nad nową polityką przemysłową pod hasłem reindustrializacji gospodarki, która może stać się przeciwwagą dla finansyzacji. Unia Europejska, w przygotowanej w 2010 r. strategii rozwoju gospodarki do 2020 r., położyła nacisk na inwestowanie w innowacje i nowoczesny przemysł, co ma doprowadzić do wzrostu udziału przemysłu w tworzeniu PKB do poziomu od 20 do 30 proc.

Celem niniejszego opracowania jest ocena wybranymi miernikami stopnia finansyzacji przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce oraz wykazanie wpływu tego zjawiska na efektywność ich funkcjonowania i perspektywy rozwoju.

### **Istota finansyzacji przedsiębiorstw, jej symptomy i obszary**

Finansyzacja przedsiębiorstw jest utożsamiana ze znacznym wzrostem motywacji finansowej w całokształcie działalności jednostek gospodarczych. Objawia się przejmowaniem kontroli nad kapitałem własnym i zarządem przedsiębiorstw niefinansowych przez jednostki finansowe, zastępowaniem aktywów rzeczowych aktywami finansowymi i nastawieniem jednostek gospodarczych na generowanie zysków z działalności pozaoperacyjnej. Ma to wywoływać szybki przyrost ich wartości rynkowej, zapewniający rynekowi i inwestorom osiągnięcie wymaganej stopy zwrotu w krótkim okresie [Dore, 2002]. Zmiany w strukturze własności i kontroli kapitałowej nad podmiotami niefinansowymi nie pozostały bez wpływu na wybór celów inwestycyjnych i źródeł osiągniętych dochodów. W okresie finansyzacji rynki kapitałowe stały się nie tylko

głównym źródłem finansowania rozwoju przedsiębiorstw, ale także nadrzędnym beneficjentem efektów ekonomicznych ich działania.

Podstawowym skutkiem finansyzacji przedsiębiorstw jest przesunięcie preferencji alokacji kapitału z aktywów rzeczowych na bardziej ryzykowne, ale też bardziej dochodowe aktywa finansowe. Taka strategia inwestycyjna jest realizowana wraz ze wzrostem stopnia zadłużenia podmiotów gospodarczych, następującego z powodu łatwiejszego dostępu do pożyczek, nieograniczanego nadmierną oceną ryzyka pożyczkobiorców przez jednostki sektora finansowego. Dodatkowo, tworzenie zysków przez przedsiębiorstwa niefinansowe z transakcji finansowych i ich późniejsza redystrybucja na rynki finansowe powoduje spadek wartości kapitału wewnętrznego, potrzebnego na inwestycje w długoterminowe aktywa rzeczowe. O. Orhangazi [2008] nazwał to negatywnym wpływem finansyzacji na tempo i stopień długofalowego rozwoju jednostek gospodarczych, z wszelkimi makro- i mikroekonomicznymi tego konsekwencjami.

Finansyzacja, rozpatrywana od strony intensywnego poszukiwania przez przedsiębiorstwa dodatkowych kapitałów, przede wszystkim obcych, oraz zmian kierunków ich alokacji, ma źródło w ilościowej i jakościowej transformacji funkcjonowania banków i innych instytucji finansowych, wywołanej liberalizacją przepływów kapitału, globalizacją i integracją rynków finansowych. Podmioty sektora finansowego ukierunkowały prowadzoną politykę kredytową na sprzedaż krótkookresowych produktów pożyczkowych, obłożonych wysokimi opłatami dodatkowymi, albo produktów sekurytyzowanych, co miało zapewnić im wzrost lub utrzymanie dochodów w warunkach malejących stóp procentowych i spadku rentowności ze sprzedaży tradycyjnych produktów kredytowych. W miarę finan-

sowego rozwoju gospodarki ułatwiony został dostęp do rynków kapitałowych i wzrosło ich znaczenie w finansowaniu jednostek gospodarczych. Wyraźnie artykułują to R. Barczyk, M. Lubiński i W. Małecki [2014] pisząc, iż *finansyzacja doprowadziła do ograniczenia roli banków w systemie finansowym na rzecz rynku papierów wartościowych oraz innych pośredników finansowych* [Barczyk, Lubiński i Małecki, 2014, s. 306]. Oczywiście nie oznacza to, że znaczenie banków w gospodarce zmniejszyło się. Banki nadal odgrywają istotną rolę w finansowaniu przedsiębiorstw, w szczególności poprzez m.in. wzrost akcji kredytowej z wykorzystaniem zarówno instrumentów tradycyjnych, jak i bardziej złożonych form sekurytyzacji oraz upowszechnianie innowacji finansowych, zwłaszcza instrumentów pochodnych. Finansyzacja spowodowała w konsekwencji uzależnienie działalności przedsiębiorstw niefinansowych od kształtowania się sytuacji na rynkach finansowych i zachowania instytucji finansowych [Erturk i in., 2008]. Wywołała trwałe zmiany w praktyce zarządzania, polegające na ukierunkowaniu procesów decyzyjnych jednostek niefinansowych na działania przypominające aktywność podmiotów sektora finansowego [Fine, 2008], co doprowadziło do pokrywania się przebiegu i amplitud cykli biznesowych z cyklami finansowymi.

Opierając się na obserwacjach G. Dumenila i D. Levy'ego [2004, 2005] oraz J. Crotty'ego [2005], O. Orhangazi [2008] wskazał trzy główne symptomy finansyzacji przedsiębiorstw. Są nimi zmiany w strukturze aktywów, źródłach dochodów oraz w polityce wypłat z zysków. A. Nolke i J. Perry [2007] powiązali te trzy symptomy w jedno zjawisko, określone terminem finansyzacji dochodów. Ich zdaniem finansyzacja przedsiębiorstw powinna być rozumiana jedynie jako zbiór różnych aktywności podejmowanych przez podmioty niefinansowe w celu wzrostu

udziału dochodów osiągniętych z operacji czy transakcji finansowych w zastępstwie lub w uzupełnieniu tych generowanych z produkcji dóbr i usług. Pozostałe procesy, zachodzące równoległe w przedsiębiorstwach, są kanałami realizacji tak rozumianej finansyzacji.

Pierwszym z nich jest bez wątpienia zmiana struktury inwestycji i aktywów, polegająca na wzroście udziału aktywów finansowych w aktywach ogółem przedsiębiorstw niefinansowych [Crotty, 2005, Krippner, 2005, Orhangazi, 2008, Stoczkhammer, 2004]. Zdaniem O. Orhangaziego [2008] mamy do czynienia z dwoma kanałami, jakimi dociera negatywny wpływ finansyzacji na inwestycje i rozwój przedsiębiorstw. Pierwszym z nich jest chęć alokacji kapitału w aktywa finansowe, które przynoszą w krótkim okresie wyższe stopy zwrotu niż te osiągnięte z inwestycji w aktywa rzeczowe. Drugim zaś jest spadek dostępności do wewnętrznych źródeł kapitału wywołany realizacją wysokich wypłat z zysków, które mają przynieść stopy zwrotu oczekiwane przez inwestorów i rynki finansowe. W celu realizacji planowanych inwestycji, przedsiębiorstwa sięgają więc coraz częściej do zewnętrznych źródeł finansowania, bardziej złożonych i ryzykowniejszych od źródeł wewnętrznych. Następuje wzrost kosztu kapitału oraz rośnie stopień uzależnienia jednostek gospodarczych od rynków i instytucji finansowych [Crotty, 2005].

Rosnące inwestycje i dochody finansowe przedsiębiorstw obserwowane są w gospodarkach rozwiniętych od kilku dekad. Przykładowo, wskaźnik prezentujący wartość aktywów finansowych w relacji do aktywów rzeczowych cechował się stałym trendem wzrostowym w Stanach Zjednoczonych przez ponad pięćdziesiąt lat. W latach 1952-2008 zwiększył się z poziomu ok. 30 do ponad 100 proc. Najwyższa dynamika jego wzrostu rozpoczęła się w połowie lat 80. XX w. Z analizy sprawozdań finansowych przedsiębiorstw

amerykańskich wynika również, iż zmiana struktury inwestycji zmniejszyła rolę aktywów rzeczowych w generowaniu przychodów z całokształtu działalności jednostek gospodarczych z 24,1 do 18,8 proc. w latach 1971-2011, przy jednoczesnym wzroście udziału aktywów finansowych w przychodach ogółem z 27,4 do 45,5 proc. [Davis, 2013]. Miało to silny wpływ na przyrost wartości zysków osiągniętych przez przedsiębiorstwa amerykańskie z działalności finansowej. Ich udział w dochodach ogółem (przed opodatkowaniem) podwoił się z ok. 15 proc. na początku lat 60. XX w. do 32 proc. pod koniec 2010 r. [Lin, 2013]. Najsilniej było to widoczne w sektorze wytwórczym, który w 2010 r. generował z kanałów finansowych prawie 60 proc. osiągniętych zysków ogółem.

Kolejnym kanałem finansyzacji dochodów przedsiębiorstw są zmiany w prowadzonej działalności operacyjnej. Producenci oferują konsumentom coraz częściej produkty finansowe wraz z innymi produktami [Baud i Durand, 2012]. Na skutek zwiększenia inwestycji w aktywa finansowe, wiele przedsiębiorstw produkcyjnych dąży również do podniesienia rentowności poprzez nabywanie lub rozbudowę zależnych jednostek finansowych.

Ostatnim kanałem finansyzacji dochodów przedsiębiorstw jest zmiana źródeł kapitału, która modyfikuje teorię hierarchii finansowania. W warunkach finansyzacji wewnętrzne źródła finansowania uzupełniają źródła zewnętrzne, a nie odwrotnie [Milberg, 2009]. Następuje wzrost znaczenia różnych form długu jako źródła finansowania przedsiębiorstw, które stają się substytucyjnymi wobec kapitałów własnych (wewnętrznych i zewnętrznych) [Crotty, 2005]. K.H. Lin [2013] wykazał, iż w przypadku niefinansowych spółek publicznych notowanych na największych rynkach kapitałowych, stopa całkowitego zadłużenia aktywów

silnie wzrosła w latach 80., a następnie powoli obniżała się w latach 90. XX w. Mimo to, przedsiębiorstwa nadal są silnie uzależnione od długu jako podstawowego źródła finansowania. Z powodu zmian w hierarchii finansowania, od połowy lat 70. XX w. wzrosła również stopa wypłat z zysków przedsiębiorstw realizowanych na rzecz interesariuszy (odsetki dla pożyczkodawców, dywidendy dla właścicieli czy też wykupy akcji) [Orhangazi, 2008]. Jak wykazują G. Dumenil i D. Levy [2004], mimo że przychody finansowe przedsiębiorstw niefinansowych rosły w ciągu ostatnich dwudziestu lat, to koszty finansowe wzrosły silniej w tym czasie, co miało negatywne skutki dla ich całkowitych wyników finansowych. W konsekwencji, zachodzące w wyniku finansyzacji zmiany w strukturze aktywów i pasywów przedsiębiorstw pokazują, jak rentowność jednostek gospodarczych stała się wrażliwa na zmiany w systemie finansowym czy na rynkach kapitałowych, a nie tylko na rynku dóbr realnych.

Poza finansyzacją dochodów przedsiębiorstw, realizowaną różnymi kanałami, A. Nolke i J. Perry [2007] wyodrębnili również finansyzację procesów zarządzania. Głównym jej symptomem jest oddziaływanie koncepcji zarządzania wartością dla właścicieli na politykę finansową jednostek gospodarczych. Szczególnego znaczenia nabiera w tym przypadku analiza procesów decyzyjnych, które koncentrują uwagę na wszelkich możliwych sposobach podnoszenia stóp zwrotu z zaangażowanych kapitałów oraz metodach i technikach wzrostu wartości dla właścicieli, przy ograniczaniu czasu poświęcanego na procesy zarządzania relacjami z innymi interesariuszami [Fligstein i Shin, 2007, Lazonick, O'Sullivan, 2000]. Z perspektywy menedżerów kierujących przedsiębiorstwami, w okresie dominacji koncepcji zarządzania wartością liczą się jedynie metody i techniki krótkookresowego podnoszenia zysku, z

którego mogą być realizowane cykliczne i stale rosnące wypłaty dywidend lub wykupy akcji [Davis, 2013, Dobbin i Jung, 2010, Milberg, 2009, Orhangazi, 2008]. W. Lazonick [2010, 2013] podał, iż tylko w okresie współczesnego kryzysu finansowego, spółki amerykańskie z indeksu S&P 500 przekazały inwestorom w dywidendach i w innych formach wypłat z zysku średnio 89 proc. dochodów netto. W okresie finansyzacji menedżerowie stają się więc ważnymi reprezentantami interesów właścicieli, głównie inwestorów finansowych, realizując oczekiwane przez nich cele biznesowe, co nasila konflikt agencyjny i ma negatywny wpływ na koszt kapitału poprzez wzrost kosztów przedstawicielstwa.

Istniejące badania potwierdzają, że przemiany, które zaszły w dobie finansyzacji w strukturach bilansu oraz rachunku zysków i strat przedsiębiorstw, jak i w procesach zarządzania, spowodowały zmianę priorytetów decyzyjnych menedżerów. Finansyzacja sprowadziła zarządzanie przedsiębiorstwem w stronę spełniania oczekiwań i potrzeb uczestników rynku finansowego, a nie konsumentów [Orhangazi, 2008].

### **Przegląd wybranych badań z zakresu finansyzacji przedsiębiorstw**

W literaturze ekonomicznej opisywane są najczęściej przesłanki i skutki finansyzacji w gospodarce oraz w sektorze finansowym. Rzadziej pojawiają się opracowania odnoszące się do podmiotów sektora niefinansowego. W tym przypadku analizy koncentrują się głównie na ocenie zmian w relacjach między sektorem finansowym i niefinansowym [por. m.in. Krippner, 2005]. Z kolei badania odnoszące się bezpośrednio do zmian w zachowaniu przedsiębiorstw produkcyjnych są nieliczne. Dotyczą przede wszystkim oceny stopnia oraz skutków efektywnościowych ich finansyzacji. Poruszana

jest problematyka akumulacji kapitału oraz procesów inwestycyjnych realizowanych przez jednostki gospodarcze. Analizowany jest stopień zależności pomiędzy wielkością i strukturą inwestycji a poziomem zadłużenia, wysokością i strukturą osiągniętych dochodów, polityką wypłat z zysku, poziomem przychodów ze sprzedaży i innymi zmiennymi objaśniającymi.

O. Orhangazi [2008] przeprowadził na podstawie danych finansowych z lat 1973-2003, publikowanych przez przedsiębiorstwa z USA, jedno z pierwszych tego typu badań. Na podstawie przyjętego modelu analizował zależność pomiędzy finansyzacją a inwestycjami przedsiębiorstw. Zmienną objaśnianą była wartość inwestycji, a zmiennymi objaśniającymi: zyski z działalności operacyjnej i finansowej, przychody, zobowiązania długoterminowe oraz płatności z zysków. Badanie zostało przeprowadzone w grupach przedsiębiorstw niefinansowych ogółem, przedsiębiorstw przemysłowych oraz nieprzemysłowych, zarówno dużych jak i małych. Wykazano w nim, iż można wyodrębnić dwa aspekty finansyzacji, mające negatywny wpływ na poziom inwestycji rzeczowych, szczególnie w grupie dużych jednostek przemysłowych. Są nimi: rosnący poziom zysków osiągniętych z aktywów i transakcji finansowych oraz wzrost poziomu wypłat z zysków, który ogranicza dostęp do mniej ryzykownych i tańszych kapitałów wewnętrznych.

Na podstawie modelu O. Orhangaziego [2008], I. Tallalbas i F. Kaya [2013] przeprowadzili badania na próbie 132 tureckich przedsiębiorstw przemysłowych notowanych na giełdzie w Istambule w latach 2005-2010. Wykazano w nich, iż na skutek finansyzacji, poziom wydatków inwestycyjnych ponoszonych na aktywa rzeczowe przedsiębiorstw tureckich również negatywnie zależy od wysokości osiągniętych zysków z działalności finansowej oraz wielkości wypłat z zysku (odsetki i dywidendy). Wzrost zysków z transakcji

finansowych zwiększa skłonność przedsiębiorstw do prowadzenia inwestycji w aktywa finansowe, a nie w rzeczowe. Ponadto pojawiają się oczekiwania dochodowe rynków finansowych. Stąd rosnące wypłaty z zysków, które w konsekwencji ograniczają dostęp do wewnętrznych zasobów kapitału, który mógłby sfinansować przedsięwzięcia rzeczowe. Inwestycje przedsiębiorstw tureckich pozytywnie zależą natomiast od wysokości osiągniętych zysków z działalności operacyjnej, poziomu przychodów ze sprzedaży, stopy zwrotu z aktywów rzeczowych oraz wielkości zadłużenia.

W 2015 r. opublikowano wyniki badania stopnia finansyzacji przedsiębiorstw indyjskich [Sen i DasGupta, 2015]. Wykazano, iż zaangażowanie przez nie kapitału w aktywa finansowe nie zmieniło się istotnie w latach 2003-2012. W rozpatrywanym okresie badane jednostki angażowały przeciętnie od 35 do 40 proc. zasobów kapitałowych w aktywa rzeczowe i średnio ok. 60 proc. środków w aktywa finansowe. Zmieniła się natomiast struktura aktywów finansowych. Wzrósł udział spekulacyjnych (krótkoterminowych), pożyczkowych i pochodnych instrumentów finansowych z ok. 60 do ponad 70 proc., a obniżyło się zaangażowanie przedsiębiorstw w długoterminowe, udziałowe instrumenty rynku kapitałowego (z 40 do 15 proc.). Niskie zainteresowanie podmiotów indyjskich inwestycjami w aktywa rzeczowe skutkowało znacznym spadkiem stopy wzrostu przedsiębiorstw z ok. 15 proc. w 2002 r. i 32,8 w 2008 r. do -6 proc. w 2013 r. Obniżyła się również w analizowanym czasie stopa zwrotu z aktywów z poziomu ok. 6 do 3 proc.

Finansowanie inwestycji odbywa się w Indiach przy rosnącym wykorzystaniu zewnętrznych i rynkowych instrumentów finansowych (zarówno pożyczkowych jak i właścicielskich, z przewagą tych dru-

gich). Ich łączny udział w finansowaniu inwestycji wzrósł w analizowanym czasie z mniej niż 40 do prawie 60 proc. Obniżyło to w konsekwencji wykorzystanie kapitałów wewnętrznych i kredytów bankowych. W tym ostatnim przypadku zmieniła się też struktura zadłużenia przedsiębiorstw wobec banków. W kredytach ogółem wzrosło bowiem zadłużenie w walutach obcych z ok. 2 do 12 proc., co naraziło jednostki gospodarcze na dodatkowe ryzyko kursowe.

Podobne do przedstawionych zależności między finansyzacją i aktywnością przedsiębiorstw niefinansowych zostały zaobserwowane również w gospodarkach: chińskiej [Felipe, Lavin i Xiaoqim, 2008, Alauddin, 2014], meksykańskiej [Montenegro, Gasca, 2015], koreańskiej [Onaran, 2009] i francuskiej [Palpateur i in., 2011, French i in., 2011, Alvarez, 2015].

Problematyka zmian w strukturze aktywów i wynikających z tego tendencji w zakresie aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw w Polsce była ostatnio poruszona w opracowaniach Z. Dreslera [2014] i T. Dudycza [2013]. Obie prace mogą zostać zaliczone do nurtu rozważań na temat oceny decyzji finansowych przedsiębiorstw podejmowanych w warunkach finansyzacji gospodarki. Z. Dresler [2014] wykazał bowiem, iż rentowność przedsiębiorstw nie była w latach 2003-2012 czynnikiem determinującym poziom inwestycji w sektorze przemysłowym w Polsce. W latach niskiej rentowności wielkość inwestycji znacznie przekraczała poziom osiągniętych zysków netto. Były one wówczas napędzane kapitałami zewnętrznymi, głównie o charakterze pożyczkowym. Zaś w okresach wysokiej rentowności, wartość inwestycji była niższa od możliwości ich pokrycia kapitałem wewnętrznym, co z kolei sugeruje realizację przez przedsiębiorstwa wysokich wypłat z zysków.

Z. Dudycz [2013], na przykładzie 250 spółek debiutujących na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

w latach 1998-2011 wykazał natomiast, iż spółki, pozyskując kapitał w trakcie debiutu, inwestują go w sposób niegwarantujący osiągnięcia wysokiej efektywności, co wynika z miejsc jego alokacji. Spółki uwzględnione w badaniu inwestują kapitały pozyskane na rynku przeciętnie w 20 proc. w rzeczowe aktywa trwałe, w 60 proc. w długoterminowe aktywa finansowe i w 20 proc. w aktywa obrotowe, głównie w krótkoterminowe aktywa finansowe. Pojawia się w tym miejscu pytanie, czy w całym sektorze przemysłowym w Polsce można zaobserwować podobne tendencje zmian w polityce inwestycyjnej i finansowej, będące symptomem i skutkiem finansyzacji przedsiębiorstw?

### Ocena stopnia finansyzacji przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce

Badanie stopnia finansyzacji przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce zostało oparte na danych statystycznych, opublikowanych w rocznikach GUS z lat 2004-2013, dział: finanse przedsiębiorstw. Zawarte są tam bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych wg. sekcji PKD, prowadzących księgi rachunkowe i o liczbie pracujących powyżej 9 osób. Do badania wykorzystano informacje statystyczne dotyczące tylko sektora przedsiębiorstw przemysłowych, który wg. klasyfikacji GUS obejmuje: górnictwo i przemysł wydobywczy, przetwórstwo przemysłowe, wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę oraz gospodarowanie ściekami i odpadami. W badaniu nie uwzględniono danych dotyczących innych sektorów gospodarki, jak np.: budownictwo, handel czy transport.

Wybrane do badania dane objęły: aktywa, kapitały własne, zobowiązania oraz przychody i wyniki finansowe. Statystyki zostały poddane różnym obliczeniom pozwalającym na sformułowanie wniosków o poziomie i tendencjach w zakresie finansyzacji przedsiębiorstw w Polsce. Wyniki przeprowadzonych obliczeń i analiz

prezentowane są w tabelach oraz na wykresach. Do oceny stopnia finansyzacji przedsiębiorstw przyjęto:

- udział rzeczowych aktywów trwałych oraz aktywów finansowych (długo i krótkoterminowych) w aktywach ogółem – ocenie tymi wskaźnikami podlegać będą zmiany w polityce inwestycyjnej przedsiębiorstw;
- udział kredytów i środków z emisji dłużnych papierów wartościowych oraz struktura kapitałów ogółem – analizowany nimi będzie stopień uzależnienia rozwoju przedsiębiorstw od zewnętrznych źródeł finansowania, a przede wszystkim od środków pozyskiwanych w instytucjach i na rynkach finansowych;
- udział przychodów operacyjnych (ze sprzedaży) oraz pozaoperacyjnych (w tym finansowych) w przychodach z całokształtu działalności – wskaźniki te będą z kolei badać finansyzację dochodów przedsiębiorstw; ze względu na brak odpowiednich danych GUS umożliwiających poznanie różnych rodzajów zysków, ocena finansyzacji dochodów zostanie oparta jedynie na strukturze przychodów przedsiębiorstw;
- wybrane wskaźniki finansowe z grup rentowności oraz produktywności – celem ich użycia jest wykazanie wpływu finansyzacji na efektywność funkcjonowania przedsiębiorstw.

Badanie stopnia finansyzacji przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce zostało przeprowadzone przede wszystkim w ujęciu całościowym. W niektórych obszarach analizy, interpretacja wyników była pomocniczo wspomagana prezentacją badań w grupach przedsiębiorstw, z ich podziałem według kryterium:

- sektorowego (górnictwo i przemysł wydobywczy, przetwórstwo przemysłowe, energetyka oraz dostawy wody, gospodarowanie ściekami i odpadami);

mimo, że dane GUS obejmują również informacje z poszczególnych branż zaliczanych do przetwórstwa przemysłowego, to ze względu na objętość pracy pominięto tę klasyfikację w prezentacji wyników analizy;

- formy prawnej przedsiębiorstw (spółki akcyjne, spółki z o.o., spółdzielnie, przedsiębiorstwa państwowe, osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą i pozostałe formy prawne);
- wielkości jednostek gospodarczych (małe, średnie i duże przedsiębiorstwa).

### Struktura aktywów i tendencje inwestycyjne przedsiębiorstw przemysłowych

Finansyzacja powoduje wzrost udziału aktywów finansowych i spadek udziału rzeczowych aktywów trwałych w sumie bilansowej. Kształtowanie się struktury wybranych rodzajów aktywów w sektorze przemysłowym w Polsce przedstawiono w tablicy 1.

Analizując dane z tablicy 1 można zauważyć, iż występują pewne symptomy finansyzacji przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce. Widoczny jest stopniowy spadek udziału rzeczowych aktywów trwałych, przy jednoczesnym, systematycznym wzroście udziału aktywów finansowych w zasobach majątkowych przedsiębiorstw (rysunek 1). Aktywa rzeczowe to w 2004 r. około 50 proc. sumy bilansowej, a w 2013 r. udział ten obniżył się o 5 pkt. proc. Z kolei aktywa finansowe w 2004 r. stanowiły 15 proc.

aktywów ogółem, a po dziesięciu latach już ok. 25 proc. sumy bilansowej. Interesująca wydaje się kwestia istotnego wzrostu udziału długoterminowych aktywów finansowych (z 6,5 do 16,4 proc.), przy względnie stabilnym udziale krótkoterminowych aktywów finansowych w aktywach ogółem w rozpatrywanym czasie (8,5-9,5 proc.). Taki trend w zakresie realizacji przez przedsiębiorstwa inwestycji w aktywa finansowe wynika z wielkości oczekiwanych dochodów i dążenia do minimalizacji ryzyka strat. Stopy zwrotu z długoterminowych aktywów finansowych są bowiem przeciętnie wyższe i bardziej stabilne w czasie od zwrotu realizowanego na krótkoterminowych aktywach finansowych, składających się głównie ze środków pieniężnych nie przynoszących dodatkowych dochodów.

Spadek udziału aktywów rzeczowych w sumie bilansowej był skutkiem umorzeń oraz braku działań sprzyjających wzrostowi ich wartości księgowej. Wskazuje to więc na ograniczanie alokacji w nie kapitału (zarówno na inwestycje nowe, jak i modernizacyjno-odtworzeniowe), co może być przesłanką przyszłego spowolnienia tempa rozwoju polskich przedsiębiorstw przemysłowych.

Pogłębiając ocenę polityki inwestycyjnej badanych jednostek gospodarczych w warunkach finansyzacji, warto zwrócić uwagę na dynamikę zmiany wartości nominalnych poszczególnych rodzajów aktywów – tablica 2. Obserwując zawarte w niej dane można wyróżnić w badanym

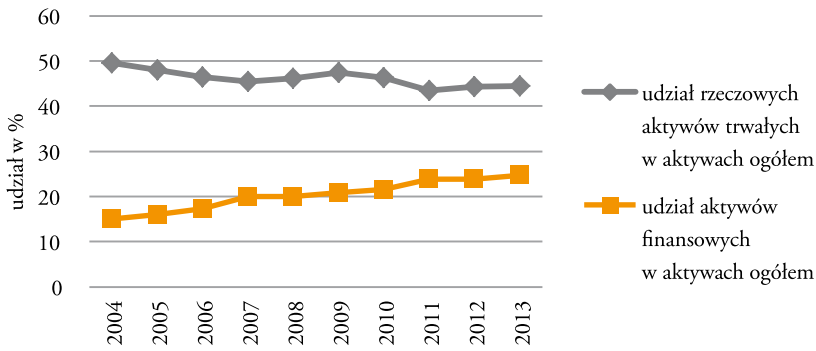
Tablica 1 **Struktura wybranych grup aktywów przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce**

Udział w aktywach ogółem (%)	lata									
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rzeczowe aktywa trwałe	49,65	48,04	46,50	45,53	46,20	47,42	46,30	43,45	44,38	44,42
Aktywa finansowe w tym:	15,03	16,08	17,36	20,04	20,05	20,88	21,55	23,79	23,80	24,70
długoterminowe	6,53	7,23	7,97	11,30	11,33	11,63	12,02	14,33	16,01	16,44
krótkoterminowe	8,50	8,85	9,39	8,74	8,72	9,25	9,53	9,46	7,79	8,26

Uwaga: udziały nie sumują się do 100 proc., gdyż nie uwzględniono w badaniu wszystkich rodzajów aktywów.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS 2004-2013.



Rysunek 1 **Struktura aktywów przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

dziesięcioleciu dwa okresy roczne, kiedy to przedsiębiorstwa przemysłowe w Polsce realizowały istotne inwestycje w różne grupy aktywów. Znaczne przyrosty zasobów majątkowych w porównaniu z latami wcześniejszymi nastąpiły w 2007 i 2011 r. Ponadto, w całym rozpatrywanym okresie zaobserwowano nieco wyższą dynamikę wzrostu wartości aktywów finansowych niż rzeczowych aktywów trwałych, co należy zaliczyć do ważnego symptomu wzrostu stopnia finansyzacji przedsiębiorstw w Polsce. Dynamika zmiany wartości długoterminowych aktywów finansowych była przy tym wyższa od zmian wartości krótkoterminowych aktywów finansowych, co wskazuje na dążenie przedsiębiorstw do alokacji nadwyżki finansowej i kapitałów zewnętrznych w te aktywa finansowe, które są trudniejsze do upłynienia na rynku w momencie zgłaszania zapotrzebowania na dodatkowe źródła finansowania inwestycji rzeczowych. Sy-

tuacja taka może narazić jednostki gospodarcze na straty w wyniku spadku wartości rynkowej tej grupy aktywów oraz konieczność pokrycia luki kapitałowej poprzez zwiększenie stopnia uzależnienia kierunków i tempa rozwoju od decyzji rynków i instytucji finansowych.

W celu uzyskania odpowiedzi na pytanie, która grupa przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce poddała się najsilniej procesowi finansyzacji, przeprowadzono dodatkowo analizę udziału aktywów finansowych (ogółem, krótko i długoterminowych) w sumie bilansowej w jednostkach gospodarczych wyodrębnionych wg. form prawnych i ich wielkości mierzonej liczbą zatrudnionych (tablice 3 i 4).

Jak należało się spodziewać, finansyzacji aktywów podlegają przede wszystkim spółki akcyjne. W tej grupie przedsiębiorstw obserwujemy bowiem najwyższy i stale rosnący udział aktywów finansowych w aktywach ogółem. Jest on wyższy

Tablica 2 **Dynamika zmiany wartości nominalnej aktywów przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce** (rok poprzedni = 100,0)

Wyszczególnienie	lata									
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Aktywa ogółem	100,0	109,7	111,7	120,4	109,1	103,9	109,0	113,3	104,0	104,7
w tym:										
aktywa trwałe	100,0	109,5	109,4	125,0	110,0	106,9	107,7	111,7	108,9	106,0
aktywa obrotowe	100,0	110,0	123,0	113,9	107,8	99,1	111,2	115,8	96,5	102,4
Rzeczowe aktywa trwałe	100,0	106,2	108,1	117,9	110,7	106,6	106,4	106,3	106,3	104,8
Aktywa finansowe	100,0	117,3	120,5	139,0	109,2	108,2	112,5	125,1	104,2	108,7
w tym:										
długoterminowe	100,0	121,4	123,0	170,7	109,4	106,6	112,6	135,1	116,4	107,5
krótkoterminowe	100,0	114,2	118,6	112,0	108,9	110,1	112,4	112,4	85,7	111,1

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS 2004-2013.

od przeciętnego udziału tych aktywów w zasobach majątkowych ogółu badanych przedsiębiorstw. Tendencja ta jest napędzana przede wszystkim wzrostem udziału długoterminowych aktywów finansowych, przy prawie stałym udziale krótkoterminowych aktywów finansowych w sumie bilansowej. Potwierdza się więc hipoteza o wpływie struktury własnościowej oraz decyzji inwestorów i rynków finansowych na stopień finansyzacji przedsiębiorstw. Jeśli w strukturze własnościowej podmiotów dominują rynkowi inwestorzy finansowi, to odczuwany jest ich wpływ na procesy decyzyjne z zakresu alokacji kapitału. W takich jednostkach stopień finansyzacji jest zawsze większy.

Na poziomie przeciętnego udziału aktywów finansowych w aktywach ogółem, wyznaczonego dla całej badanej zbiorowości przedsiębiorstw, kształtują się natomiast wskaźniki w przedsiębiorstwach

państwowych. Poniżej zaś, w przypadku spółek z ograniczoną odpowiedzialnością, spółdzielni, osób fizycznych prowadzących działalność gospodarczą oraz innych form prawnych. Ponadto, w tych grupach prawnych przedsiębiorstw przewagę mają krótkoterminowe aktywa finansowe, głównie ukształtowane zasobami wolnych środków pieniężnych. Wynika z tego, iż finansyzacja w niewielkim stopniu odnosi się do tych jednostek, w strukturze własnościowej których nie występują wcale lub w niewielkim zakresie instytucjonalni inwestorzy finansowi bądź wywodzący się z rynków finansowych.

Wielkość przedsiębiorstw przemysłowych nie ma istotnego wpływu na stopień ich finansyzacji. Z danych zamieszczonych w tabelicy 4 wynika, że udziały i tendencja ich zmian zarówno ogółem, jak i krótko oraz długoterminowych aktywów finansowych w sumie bilansowej ma-

**Tablica 3 Udział aktywów finansowych w aktywach ogółem w grupach przedsiębiorstw według form prawnych (dane w %)**

Udział aktywów finansowych	lata									
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
spółki akcyjne										
Ogółem, w tym:	23,33	24,90	27,05	32,96	32,05	33,82	34,57	35,66	36,55	36,62
długoterminowych	14,16	15,88	17,17	23,98	23,18	23,49	23,08	24,20	27,01	27,56
krótkoterminowych	9,17	9,02	9,88	8,98	8,87	10,33	11,49	11,46	9,54	9,06
spółki z ograniczoną odpowiedzialnością										
Ogółem, w tym:	14,03	15,44	17,58	16,63	17,34	18,70	19,21	19,23	18,89	19,97
długoterminowych	4,65	5,12	6,39	5,97	5,70	6,47	6,87	7,83	7,57	8,43
krótkoterminowych	9,38	10,32	11,19	10,66	11,94	12,23	12,34	11,40	11,32	11,54
spółdzielnie										
Ogółem, w tym:	4,54	4,84	5,72	6,34	6,46	7,42	8,27	8,80	9,57	10,57
długoterminowych	0,32	0,31	0,38	0,54	0,48	0,70	0,81	0,88	1,02	1,09
krótkoterminowych	4,22	4,53	5,34	5,80	5,98	6,72	7,46	7,92	8,55	9,48
przedsiębiorstwa państwowe										
Ogółem, w tym:	20,07	22,08	25,16	25,55	23,29	23,33	27,80	28,19	28,80	27,43
długoterminowych	5,83	6,28	5,91	5,44	5,84	7,05	7,46	8,39	7,50	7,59
krótkoterminowych	14,24	15,80	19,25	20,11	17,45	16,28	20,34	19,80	21,30	19,84
osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą										
Ogółem, w tym:	8,66	9,24	9,97	9,70	10,08	10,36	10,26	9,69	10,50	10,46
długoterminowych	2,79	2,01	1,91	1,72	1,90	2,25	2,30	2,30	2,79	2,44
krótkoterminowych	5,87	7,23	8,06	7,98	8,18	8,11	7,96	7,39	7,71	8,02
pozostałe formy prawne przedsiębiorstw										
Ogółem, w tym:	9,41	11,20	11,92	11,41	13,27	14,82	16,06	15,54	15,82	17,37
długoterminowych	1,25	1,81	1,65	1,85	3,72	5,12	5,73	5,78	5,60	6,71
krótkoterminowych	8,16	9,39	10,27	9,56	9,55	9,70	10,33	9,77	10,22	10,66

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS 2004-2013.

**Tablica 4 Udział aktywów finansowych w aktywach ogółem według wielkości przedsiębiorstw**

Przedsiębiorstwa	lata									
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
udział aktywów finansowych ogółem (%)										
małe	20,33	21,34	21,60	26,49	24,42	25,30	24,86	26,22	27,62	27,27
średnie	15,37	17,10	19,34	27,11	21,19	24,35	22,36	22,54	22,31	23,61
duże	16,95	18,28	20,63	20,01	22,73	24,08	26,53	27,10	27,25	27,66
udział długoterminowych aktywów finansowych ogółem (%)										
małe	11,17	11,19	10,49	15,76	13,05	11,51	11,87	11,68	12,76	14,06
średnie	6,84	8,06	8,76	17,49	11,65	13,45	10,20	11,70	11,41	12,51
duże	8,06	9,10	10,75	10,46	13,06	13,82	15,32	16,47	18,06	18,27
udział krótkoterminowych aktywów finansowych ogółem (%)										
małe	9,15	10,15	11,11	10,73	11,36	13,79	12,99	14,55	14,85	13,21
średnie	8,54	9,04	10,58	9,62	10,27	10,90	12,16	10,84	10,90	11,09
duże	8,89	9,18	9,88	9,55	9,67	10,26	11,21	10,64	9,19	9,39

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS 2004-2013.

łych, średnich i dużych przedsiębiorstw są porównywalne w każdym roku, choć najniższe wskaźniki dotyczą przedsiębiorstw średniej wielkości (zatrudniających 50-249 osób). Struktura aktywów finansowych jest natomiast nieco inna w poszczególnych grupach przedsiębiorstw wyodrębnionych według kryterium ich wielkości. Długoterminowe aktywa finansowe dominują w jednostkach dużych, a krótkoterminowe – w małych i średnich przedsiębiorstwach.

### Źródła finansowania przedsiębiorstw przemysłowych

W celu wykazania stopnia finansyzacji przedsiębiorstw należy zwrócić uwagę na

wykorzystywanie zewnętrznych źródeł finansowania, szczególnie pasywów obcych oraz wielkości środków pozyskiwanych na rynku finansowym poprzez emisję dłużnych papierów wartościowych. Struktura źródeł finansowania przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce została przedstawiona w tablicy 5.

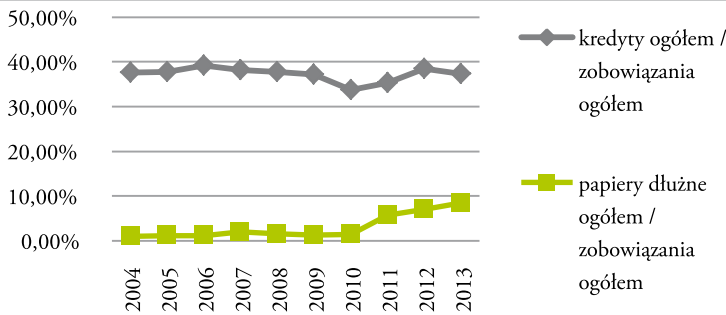
Analizując dane z tablicy 5 można stwierdzić, iż przedsiębiorstwa przemysłowe w Polsce nie poddały się finansyzacji rozpatrywanej od strony zmian w strukturze pasywów. Podstawowym źródłem finansowania ich aktywności gospodarczej są kapitały własne, których udział w pasywach jest dość stabilny i wynosi od 50 do prawie 60 proc. Zyski przemysłowe

**Tablica 5 Struktura pasywów przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce**

Udział w pasywach ogółem (%)	lata									
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Kapitały własne, w tym:	50,70	52,39	52,39	55,91	52,74	55,21	55,47	55,12	55,88	56,47
zysk z bieżącego roku	7,76	6,06	6,89	7,01	3,91	5,19	5,97	6,37	5,14	5,12
Zobowiązania, w tym:	41,22	38,58	38,81	36,05	38,59	36,18	35,80	36,51	35,32	34,82
długoterminowe:	9,84	9,74	9,84	8,91	9,02	10,49	9,77	10,57	10,85	10,97
- kredyty	7,33	7,51	7,63	6,55	6,56	7,72	6,75	7,69	7,71	7,44
- papiery dłużne	0,12	0,22	0,27	0,50	0,31	0,27	0,28	1,41	1,75	2,44
krótkoterminowe:	31,38	28,84	28,97	27,14	29,57	25,69	26,03	25,94	24,47	23,85
- kredyty	8,16	7,08	7,57	7,20	7,98	5,73	5,30	5,22	5,86	5,58
- papiery dłużne	0,28	0,24	0,16	0,24	0,29	0,17	0,22	0,68	0,70	0,48
- bieżące	22,94	21,52	21,24	19,69	21,29	19,80	20,51	20,04	17,91	17,79

Uwaga: udziały nie sumują się do 100 proc., gdyż pominięto w badaniu niektóre pozycje pasywów.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS 2004-2013.

Rysunek 2 **Struktura zobowiązań ogółem przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce**

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS.

wych jednostek gospodarczych finansują, w zależności od roku analizy, od ok. 4 do 7 proc. wartości aktywów ogółem. Najmniejszy udział kapitału wewnętrznego w finansowaniu potrzeb inwestycyjnych badanej zbiorowości zaobserwowano w 2008 r., co było skutkiem spadku rentowności działania przedsiębiorstw w pierwszym roku globalnego kryzysu finansowego.

Zobowiązania ogółem finansują od 35 do 40 proc. sumy bilansowej. Widoczny jest utrwalający się trend spadku stopnia ogólnego zadłużenia przedsiębiorstw przemysłowych, napędzany malejącym udziałem zobowiązań krótkoterminowych, zarówno kredytowo-pożyczkowych, jak i bieżących. Pod koniec okresu badawczego, stopniowo i nieznacznie rósł natomiast

udział zobowiązań długoterminowych w pasywach ogółem. Kredyty długoterminowe utrzymują się na względnie stałym poziomie, a środki kapitałowe pozyskane poprzez emisję długoterminowych papierów dłużnych istotnie wzrosły w latach 2011-2013. Trendy te mogą zostać odczytane jako zwiększenie stopnia uzależnienia przedsiębiorstw od rynków i instytucji finansowych, co jest symptomem finansyzacji gospodarki. Czas zwiększonego zainteresowania przedsiębiorstw dłużnymi papierami wartościowymi pokrył się bowiem z okresem intensywnego rozwoju rynku instrumentów dłużnych Catalyst, prowadzonego przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie.

Wzmocniony sygnał o stopniowej finansyzacji rozpatrywanej od strony struk-

Tablica 6 **Udział kredytów i papierów dłużnych w zobowiązaniach ogółem w poszczególnych sektorach przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce**

Sektory przedsiębiorstw przemysłowych	lata									
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
udział kredytów ogółem w zobowiązaniach ogółem (%)										
Górnictwo i przemysł wydobywczy	7,70	6,88	10,66	13,10	12,06	14,65	13,38	14,09	23,47	21,07
Przetwórstwo przemysłowe	37,54	37,55	39,55	40,05	39,27	38,45	35,47	37,87	40,92	39,81
Energetyka	46,84	48,56	45,85	33,39	34,82	31,99	22,29	21,80	27,39	27,51
Dostawa wody, gospodarowanie ściekami i odpadami, rekultywacja	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	54,09	56,86	57,76	57,50	56,13
udział papierów dłużnych ogółem w zobowiązaniach ogółem (%)										
Górnictwo i przemysł wydobywczy	0,00	0,02	0,00	0,04	0,05	3,69	3,77	3,38	7,40	11,91
Przetwórstwo przemysłowe	0,95	1,08	0,95	1,46	0,97	0,76	1,01	1,69	1,59	3,03
Energetyka	1,32	2,03	2,31	6,26	5,58	2,54	0,86	29,57	31,06	31,25
Dostawa wody, gospodarowanie ściekami i odpadami, rekultywacja	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	3,41	7,69	7,32	8,35	8,03

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS 2004-2013.

tury źródeł finansowania przedsiębiorstw przemysłowych płynie wówczas, gdy porównamy udziały kredytów i papierów dłużnych w zobowiązaniach ogółem (rysunek 2). Do 2011 r. udział papierów dłużnych w zobowiązaniach przedsiębiorstw utrzymywał się na poziomie 1-2 proc. W ostatnich trzech latach okresu analizy obserwowalny jest silny wzrost ich udziału do prawie 10 proc. sumy zobowiązań. Kredyty natomiast miały stały udział w strukturze zobowiązań, wynoszący średnio ok. 40 proc. w całym badanym czasie.

Interesującą kwestią wydaje się więc wskazanie sektorów działalności przedsiębiorstw przemysłowych, które najchętniej korzystały z emisji papierów dłużnych w pokrywaniu potrzeb kapitałowych. Stosowne wielkości przedstawia tablica 6.

Finansowanie środkami pochodzącymi z emisji papierów dłużnych nasiliło się w drugiej dekadzie XXI w. we wszystkich sektorach przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce. Te źródła finansowania nie były jednak substytutem kredytów, których udział w rozpatrywanym czasie pozostawał, przy niewielkich wahaniami rocznych, na podobnym poziomie. Papiery dłużne stały się komplementarnym zewnętrznym kapitałem obcym, pokrywającym rosnące potrzeby inwestycyjne, szczególnie w energetyce, górnictwie oraz sektorze dostaw wody i gospodarowania ściekami (odpadami). W świetle finansyzacji należy ocenić to zatem jako ważny sygnał wzrostu stopnia zależności podmiotów sfery realnej od sfery finansowej.

Widoczny wzrost udziału papierów dłużnych w pasywach obcych ogółem powinien podlegać głębszej ocenie w grupach przedsiębiorstw wyodrębnionych wg. formy prawnej oraz wielkości. Niestety, w danych GUS jest luka informacyjna. Nie są dostępne źródła umożliwiające wykonanie analizy w tym zakresie. Można jedynie domniemywać, iż finansowaniem aktywności długoterminowym kapitałem

obcym pozyskiwanym na rynku finansowym są bardziej zainteresowane duże i średniej wielkości spółki kapitałowe, przede wszystkim akcyjne, co wynika z łatwiejszego ich dostępu do rynkowych produktów finansowych. Małe przedsiębiorstwa, oraz działające w innej formie prawnej niż spółki prawa handlowego, częściej wykorzystują kredyty.

### **Struktura dochodów i zmiany efektywności działania**

Opierając się na bilansowych wynikach finansowych przedsiębiorstw w Polsce publikowanych przez GUS trudno jest w bezpośredni sposób obliczyć wskaźniki struktury dochodów. Można je wyznaczyć, i to też w sposób uproszczony, jedynie od strony przychodów. W rachunkach narodowych podawane są przychody z całokształtu działalności oraz ze sprzedaży produktów. W związku z tym, pozostałe przychody zostały w badaniu oszacowane pośrednio, z różnicy między przychodami z całokształtu działalności i przychodami ze sprzedaży. Obejmą one zarówno pozostałe przychody operacyjne, jak i interesujące nas przychody finansowe. Wielkość ta będzie traktowana jako przychody pozaoperacyjne (w tym finansowe). Wyniki obliczeń współczynników udziałowych dla grup przychodów oraz dynamiki zmiany ich wartości znajdują się w tablicy 7.

Posługując się w ocenie stopnia finansyzacji wskaźnikami struktury przychodów należy jednoznacznie wyciągnąć wniosek, iż zbiorowość badanych jednostek gospodarczych nie podlegała zjawisku rosnącego udziału przychodów finansowych. W rozpatrywanym dziesięcioleciu nie zmieniły się zatem również źródła dochodów przedsiębiorstw w Polsce. Są one prawie w całości oparte na efektach prowadzonej działalności operacyjnej. Aktywność pozaoperacyjna, w tym finansowa, jest niewielka. Inter-

**Tablica 7 Struktura (%) i dynamika (rok poprzedni = 100) grup przychodów przedsiębiorstw przemysłowych**

Wyszczególnienie	lata									
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Przychody ze sprzedaży: udział w przychodach dynamika	95,86 100,0	96,40 104,4	96,70 113,5	96,56 112,9	96,52 107,4	95,68 97,4	96,73 109,9	96,22 115,3	96,74 104,8	96,88 99,6
Przychody pozaoperacyjne (w tym finansowe): udział w przychodach dynamika	4,14 100,0	3,60 90,1	3,30 103,6	3,44 118,0	3,48 108,6	4,32 122,0	3,27 82,2	3,78 134,3	3,26 89,8	3,12 95,1

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS 2004-2013.

sującą kwestią jest natomiast tendencja zmiennej dynamiki zmian przychodów pozaoperacyjnych. Najwyższy wzrost ich wartości wystąpił w 2007, 2009 i 2011 r. W 2009 r. wystąpiła substytucyjność przychodów – wysokiej dynamice wzrostu przychodów pozaoperacyjnych (finansowych) towarzyszył spadek przychodów ze sprzedaży. Wnioski te potwierdzają wcześniejszą obserwację. Rosnący udział przedsiębiorstw w inwestycjach finansowych, przekłada się na krótkoterminowe impulsy dochodowe, co wynika z prowadzenia alokacji zasobów głównie w krótkookresowe aktywa finansowe, nie generujące stałych, dodatkowych dochodów.

Ze względu na fakt, iż nie wykazano istotnej finansyzacji dochodów przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce, nie przeprowadzono dalszych analiz w grupach podmiotów wyodrębnionych wg. sektorów, czy też kryterium formy prawnej i wielkości. Nie należy w tym przypadku spodziewać się innych wyników, niż uzyskane dla ogółu badanych jednostek gospodarczych.

Przedstawione wcześniej obserwacje nieznacznej tendencji finansyzacji aktywów i źródeł finansowania przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce oraz braku finansyzacji dochodów zostały skonfrontowane ze zmianami rentowności oraz efektywności gospodarowania zasobami majątkowymi. W tym celu, na rysunkach 3 i 4 przedstawiono wielkości wybranych wskaźników finansowych, ob-

liczonych dla ogółu przedsiębiorstw przemysłowych.

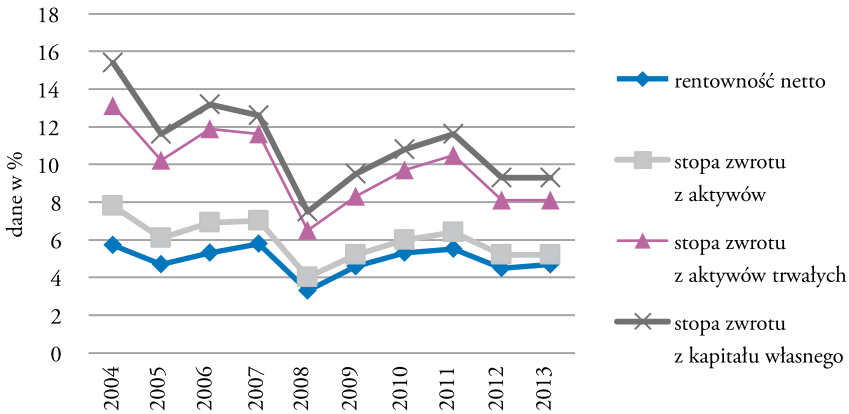
Przy wykazanym wcześniej niewielkim stopniu finansyzacji dochodów przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce, nie nastąpiły istotne zmiany podstawowych wskaźników rentowności ich działania. Widoczny spadek rentowności po 2007 r. był przede wszystkim wywołany zmianami zachodzącymi w globalnym otoczeniu makroekonomicznym (kryzys finansowy) i rynkowym działaniem przedsiębiorstw (np. spadek konsumpcji). Silny wpływ na poziom wskaźników rentowności w badanej grupie jednostek gospodarczych ma bowiem głównie wartość zysku, kształtowanego poziomem kosztów operacyjnych i przychodów ze sprzedaży oraz tempem ich zmian. Czynniki pozaoperacyjne, w tym finansowe, nie oddziałują znacząco na rentowność.

Z kolei produktywność różnych grup aktywów stopniowo maleje w badanym okresie. Stopień tego spadku jest podobny w każdym analizowanym przypadku, co świadczy o tym, iż kształtowanie się trendu produktywności aktywów przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce zależy głównie od zmian w poziomach poszczególnych rodzajów przychodów, a w mniejszym zakresie od napędzanych inwestycjami zmian w wartościach grup aktywów.

### Zakończenie

Przedstawiona analiza wykazała, że poziom finansyzacji sektora przedsię-

Rysunek 3 Wskaźniki rentowności przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce



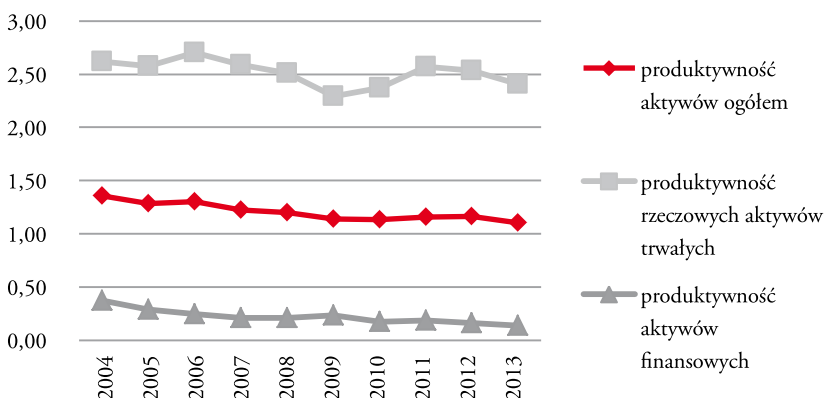
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS.

biorstw przemysłowych w Polsce, mierzony zmianami w strukturze aktywów, źródeł ich finansowania oraz źródeł dochodów jest niewielki, zdecydowanie mniejszy niż w gospodarkach wysoko rozwiniętych czy nawet w niektórych krajach rozwijających się. Tendencje finansyzacji działalności przedsiębiorstw są szczególnie widoczne w obszarze zasobów majątkowych i prowadzonych w nie inwestycji. W rozpatrywanym dziesięcioleciu systematycznie rósł bowiem udział aktywów finansowych w sumie bilansowej. Względnie wysoka i stabilna rentowność przedsiębiorstw w Polsce oraz pozytywne zmiany w mikro- i makroekonomicznych warunkach ich funkcjonowania, nie spowodowały oczekiwanej reakcji przedsiębiorstw w postaci znacznego wzrostu inwestycji rzeczowych, a tym samym

wzrostu produkcji. Presja na zarządzających wywierana przez inwestorów finansowych, aby działalność przedsiębiorstw przynosiła rosnące i wysokie stopy zwrotu w krótkim czasie, oddziaływała na wzrost zaangażowania środków kapitałowych w aktywa finansowe oraz ograniczenie przedsięwzięć rzeczowych, dających zadawalający zwrot w długich okresach i napędzających wieloletni rozwój gospodarki.

Dochody przedsiębiorstw osiągane są przede wszystkim z działalności operacyjnej. Są one coraz śmieiej wykorzystywane na inwestycje w aktywa finansowe lub są konsumowane przez kapitałodawców. Pozbywanie się przez jednostki gospodarcze zasobów kapitału wewnętrznego stopniowo zwiększa ich uzależnienie od rynków finansowych w zakresie źródeł finansowa-

Rysunek 4 Wskaźniki produktywności aktywów przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS.

nia aktywów. Choć udział kredytów w pokrywaniu potrzeb inwestycyjnych praktycznie nie zmienił się w rozpatrywanym czasie, to po 2010 r. znacznie zwiększył się udział dłużnych papierów wartościowych w finansowaniu aktywów. Należy zwrócić uwagę na potencjalne, związane z tym niebezpieczeństwa. W miarę ulepszenia

organizacji rynku finansowego w Polsce pojawiać się może zagrożenie, że spekulacja weźmie górę nad przedsiębiorczością. Sytuacja stanie się tym bardziej poważna, im bardziej aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw zostanie skoncentrowana na spekulacyjnych oczekiwaniach uczestników rynku finansowego.

### Bibliografia:

1. Agliette M., Breton R. [2001], *Financial Systems, Corporate Control and Capital Accumulation*, "Economy and Society", Vol. 30, No. 4, p. 467-503.
2. Alauddin M. [2014], *Financialization of Global Economy and Overaccumulation of Chinese Economy*, South Asian University, 7<sup>th</sup> May, <http://ssrn.com/abstract=2444470>, dostęp 10/01/2016.
3. Alvarez I. [2015], *Financialization, Non-financial Corporations and Income Inequality: the Case of France*, "Socio-Economic Review", Vol. 13, No. 3, p. 449-475.
4. Barczyk R., Lubiński M., Małecki W. [2014], *Banki a cykle koniunkturalne*, Warszawa, Oficyna Wydawnicza SGH, s. 306.
5. Baud C., Durand C. [2012], *Financialization, Globalization and the Making of Profits by Leading Retailers*, "Socio-Economic Review", Vol. 10, p. 241-266.
6. Błasiak W. [2010], *Światowy kryzys gospodarczy a globalna akumulacja kapitału*, "Contemporary Economics", Vol. 4, No. 2, p. 35-51.
7. Chołaj H. [2003], *Ekonomia polityczna globalizacji*, Warszawa, Fundacja Innowacja, s. 270.
8. Crotty J. [2005], *The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Modern Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era*, in: *Financialization and the World Economy*, G.A. Epstein (ed.), Northampton, Edward Elgar Publishing.
9. Davis L. [2013], *Financialization and the Nonfinancial Corporation: an Investigation of Firm-Level Investment Behavior in the U.S., 1971-2011*, University of Massachusetts, Amherst Working Paper, No. 2013-08.
10. Dembinski P. [2012], *Finansjalizacja. Klęska urodzaju w gospodarce*, <http://m.obserwatorfinansowy.pl/forma/debata/finansjalizacja-kleska-urodzaju-w-gospodarce>, dostęp 10/02/2016.
11. Dobbin F., Jung J. [2010], *The Misapplication of Mr. Michael Jensen: How Agency Theory Brought Down the Economy and Why it Might Again*, in: *Markets on Trial, The Economic Sociology of the U.S. Financial Crisis: Part A Research in the Sociology of Organizations*, "Emerald", Vol. 30B, p. 29-64.
12. Dore R. [2002], *Stock Market Capitalism and Its Diffusion*, "New Political Economy", Vol. 7, No. 1, p. 115-121.
13. Dore R. [2008], *Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism: Japan and Germany versus the Anglo-Saxons*, 3rd ed., Oxford, Oxford University Press, p. 280.
14. Dresler Z. [2014], *Rentowność a rozwój przedsiębiorstw w Polsce*, w: *Finanse w rozwoju gospodarczym i społecznym*, J. Czekał, S. Owsiak (red.), Warszawa, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, s. 217-253.
15. IDudycz T. [2013], *Działalność inwestycyjna spółek debiutujących na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, Wrocław, Oficyna Wydawnicza Politechniki Wrocławskiej, s. 207.
16. Dumenil G., Levy D. [2004], *Capital Resurgent: Roots of the Neoliberal Revolution*, Cambridge, Harvard University Press, p. 190.
17. Dumenil G., Levy D. [2005], *The Real and Financial Components of Profitability (USA 1952-2000)*, "Review of Radical Political Economics", Vol. 36, No. 1, p. 82-110.
18. Epstein G.A. [2005], *Introduction: Financialization and the World Economy*, in: *Financialization and the World Economy*, G.A. Epstein (ed.), Northampton, Edward Elgar Publishing, p. 3-16.
19. Erturk I., Froud J., Johal S., Leaver A., Williams K. [2008], *Financialization at Work: Key Texts and*



- Commentary*, London & New York, Routledge, p. 211.
20. Felipe J., Lavin E., Xiaoqim E.F. [2008], *The Diverging Patterns of Profitability, Investment and Growth of China and India During 1980-2003*, "World Development", Vol. 36, No. 5, p. 741-774.
  21. Fine B. [2008], *From Financialisation to Neo-Liberalism: Engaging Neo-Liberalism*, School of Oriental and African Studies, University of London, [http://www4.fe.uc.pt/ciclo\\_int/doc\\_08\\_09/02\\_holly\\_book\\_con.pdf](http://www4.fe.uc.pt/ciclo_int/doc_08_09/02_holly_book_con.pdf), dostęp 12/02/2016.
  22. Fligstein N., Shin T. [2007], *Shareholder Value and the Transformation of the U.S. Economy, 1984-2000*, "Sociological Forum", Vol. 22, No. 4, p. 399-424.
  23. French S., Leyshon A., Wainwright T. [2011], *Financializing Space, Spacing Financialization*, Progress in Human Geography, 28<sup>th</sup> November, doi: 10.1177/0309132510396749.
  24. Harvey D. [2005], *A Brief History of Neoliberalism*, Oxford, Oxford University Press, p. 247.
  25. Krippner G. [2005], *The Financialization of the American Economy*, "Socio-Economic Review", Vol. 3, No. 2, p. 173-208.
  26. Lazonick W. [2010], *Innovative Business Models and Varieties of Capitalism: Financialization of the U.S. Corporation*, "Business History Review", Vol. 84, No. 2, p. 675-702.
  27. Lazonick W. [2013], *The Financialization of the U.S. Corporation: What Has Been Lost, and How It Can Be Regained*, "Seattle University Law Review", Vol. 36, p. 857-909.
  28. Lazonick W., O'Sullivan M., [2000], *Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance*, "Economy and Society", Vol. 29, No. 1, p. 13-35.
  29. Lin K.H. [2013], *The Rise of Finance and Firm Employment Dynamics, 1982-2005*, "SSRN Electronic Journal", doi:10.2139/ssrn.2284507.
  30. Mączyńska E. [2013], *Łamane obietnice jako syndrom nietładu instytucjonalnego*, „Finanse, Rynki Finansowe. Ubezpieczenia”, nr 62, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 766, s. 2-16.
  31. Mesjasz L. [2006], *Kryzysy finansowe we współczesnej gospodarce światowej*, w: *Międzynarodowe stosunki gospodarcze u progu XXI wieku*, S. Miklaszewski (red.), wyd. II, Warszawa, Difin, s. 108-109.
  32. Milberg W. [2009], *Shifting Sources and Uses of Profits: Sustaining US Financialization with Global Value Chains*, "Economy and Society", Vol. 37, No. 3, p. 420-451.
  33. Montenegro J.L., Gasca V.S. [2015], *The Financialization of the Mexican Economy, 1993-2013 (An Estimate)*, XIV International Business and Economy Conference, Bangkok, Thailand, <http://ssrn.com/abstract=2550151>, dostęp 10/01/2016.
  34. Nolke A., Perry J. [2007], *The Power of Transnational Private Governance: Financialization and the IASB*, "Business and Politics", Vol. 9, No. 3.
  35. Onaran O. [2009], *Wage Share, Globalization, and Crisis: The Case of Manufacturing Industry in Korea, Mexico and Turkey*, "International Review of Applied Economics", Vol. 23, No. 2, p. 113-134.
  36. Orhangazi O. [2008], *Financialisation and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973-2003*, "Cambridge Journal of Economics", Vol. 32, p. 863-886.
  37. Palpaceur F., Seignour A., Vercher C. [2011], *Financialization, Globalization and the Management of Skilled Employees: Towards a Market-Based HRM Model in Large Corporations in France*, "British Journal of Industrial Relations", Vol. 49, No. 3, p. 560-582.
  38. Ratajczak M. [2009], *Kryzys finansowy a rozwój ekonomii jako nauki*, w: *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, W. Przybylska-Kapuścińska (red.), Warszawa, Difin, s. 20.
  39. Sen S., DasGupta Z. [2015], *Financialization and Corporate Investments: The Indian Case*, Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 828, p. 1-15.
  40. Stockhammer E., 2004, *Financialization and the Slowdown of Accumulation*, "Cambridge Journal of Economics", Vol. 28, No. 5, p. 719-741.
  41. Tallalbasi I., Kaya F. [2013], *Financialization of Turkey Industry Sector*, "International Journal of Financial Research", Vol. 4, No. 3, p. 127-143.
  42. Toporowski J. [2008], *Ekonomia i kultura finansyzacji*, „Nowe Życie Gospodarcze”, nr 8, s. 5-10.
  43. Żyżyński J. [2009], *Neoliberalizm jako strukturalna przyczyna kryzysu a poszukiwanie dróg naprawy*, „Ekonomista”, nr 2, s. 163-189.

Artykuł jest efektem projektu *Finansjalizacja – wpływ na gospodarkę i społeczeństwo* – konferencja międzynarodowa, realizowanego przez Wyższą Szkołę Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie z Narodowym Bankiem Polskim w ramach programu edukacji ekonomicznej.

---

Dr hab. **Piotr Szczepankowski**, prof. WSiFiz, Katedra Finansów Przedsiębiorstwa, Wydział Zarządzania i Finansów, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie.