

Struktura finansowania przedsiębiorstw w Polsce na tle badań międzynarodowych

Źródła finansowania przedsiębiorstw i struktura finansowania

Określenie źródeł finansowania przedsiębiorstwa możliwe jest przy zastosowaniu różnych kryteriów, choć najważniejsze z nich to: kryterium źródła pochodzenia kapitału oraz kryterium sytuacji prawnej dawcy kapitału. Biorąc pod uwagę źródła pochodzenia kapitału, wyróżnić można finansowanie zewnętrzne (pochodzące z zewnątrz przedsiębiorstwa) i wewnętrzne (wygenerowane przez firmę). Kapitał finansujący bieżącą i inwestycyjną działalność przedsiębiorstwa może być powierzony firmie przez jej właścicieli lub wierzycieli. Fundusze pochodzące od właścicieli przedsiębiorstwa można zakwalifikować do grupy kapitałów własnych, zaś fundusze udostępnione firmie przez wierzycieli do grupy kapitałów obcych.

Kapitały własne składają się z funduszy wniesionych przez właścicieli firmy (kapitał podstawowy i częściowo kapitał zapasowy) oraz kapitałów wypracowanych przez przedsiębiorstwo w trakcie jego działania. Te ostatnie obejmują niektóre składniki kapitału zapasowego, kapitały rezerwowe, niepodzielone zyski z lat ubiegłych, zyski wypracowane w danym roku obrotowym, pomniejszone o niepokryte straty z lat ubiegłych, oraz straty roku bieżącego¹. W zależności od formy organizacyjno-prawnej, sposób gromadzenia kapitału własnego jest różny.

Działalność przedsiębiorstwa może być także finansowana ze źródeł obcych. Do najbardziej rozpowszechnionych źródeł kapitału obcego należą długoterminowe kredyty bankowe oraz dłużne papiery wartościowe. Kapitał obcy, w zależności od potrzeb, może być udostępniony przedsiębiorstwu na krótki, średni lub długi okres; stąd wynika podział zobowiązań firmy na długoterminowe, średnioterminowe i krótkoterminowe. Jedną z zalet finansowania obcego jest możliwość uzyskania pozytywnego efektu dźwigni finansowej. Finansowanie z użyciem kapitałów obcych nie jest też pozbawione wad. Niekorzystne z punktu

* Autorka odbywa staż naukowy w IESE Business School w Barcelonie. Artykuł wpłynął do redakcji w czerwcu 2007 r.

¹ Wielu autorów powołuje się na takie określenie kapitałów własnych (tj. fundusze wniesione przez właścicieli firmy wraz z funduszami wygenerowanymi przez przedsiębiorstwo), niektórzy zaś uważają, iż kapitały własne mogą pochodzić tylko z zewnętrznych źródeł (czyli od właścicieli firm), natomiast nie wlicza się do tej grupy źródeł finansowania wewnętrznego. Zwolennikiem pierwszego podejścia są np. [Bień, 2001, s. 125], [Pazio, 1994, s. 75], [Duliniec, 1998, s. 11], [Sierpińska, Jachna, 1996, s. 244], [Machała, 1996]. Zwolennikiem drugiego podejścia jest np. [*Finanse przedsiębiorstwa...*, 2000, s. 69].

widzenia przedsiębiorstwa jest m.in. to, że pozyskanie funduszy z omawianego źródła wymaga zazwyczaj odpowiedniego zabezpieczenia lub gwarancji. Wraz ze wzrostem zadłużenia w przedsiębiorstwie na ogół wzrasta też koszt obsługi funduszy pochodzących ze źródeł obcych. Wysoki stopień zadłużenia firmy może prowadzić nawet do przyznania pewnych uprawnień wierzycielom (np. udział w zarządzaniu spółką).

Jednym z najważniejszych czynników mających wpływ na dobór odpowiednich źródeł finansowania firmy jest koszt pozyskania kapitału. Ustalenie kosztu pozyskania kapitału ze źródeł obcych nie wymaga zazwyczaj wielu zabiegów, bowiem cena za korzystanie z kapitału obcego znana jest już w momencie zawierania umowy obligacyjnej, kredytowej, handlowej bądź leasingowej. Bardziej złożonym problemem wydaje się określenie kosztu kapitału własnego. Koszt kapitału pozyskanego od inwestorów odpowiada oczekiwanej przez nich stopie zwrotu z zainwestowanych środków, natomiast oczekiwana przez inwestorów stopa rentowności wniesionego do firmy kapitału uzależniona jest od licznych czynników.

Analiza kosztu funduszy pochodzących z różnych źródeł pozwala firmie na ustalenie odpowiedniej struktury finansowania. Biorąc pod uwagę różnorodność dostępnych źródeł finansowania, decyzja w zakresie doboru odpowiednich funduszy ma kluczowe dla firmy znaczenie. Zestawienie kapitału własnego oraz zadłużenia według wybranych przez przedsiębiorstwo kryteriów nosi nazwę struktury finansowania lub struktury kapitałowej. Wybór struktury finansowania przedsiębiorstwa zależy od wielu czynników. Do najważniejszych z nich należą: koszt kapitału, skłonność do ponoszenia ryzyka, struktura majątku przedsiębiorstwa, system podatkowy, rozwój ekonomiczny kraju, branża, w jakiej działa firma, wielkość firmy i możliwości generowania zysków [Titman, Wessels, 1988, s. 2].

Teoretyczne podejście do doboru źródeł finansowania

W literaturze przedmiotu zwraca się uwagę na dwa główne podejścia teoretyczne w ustaleniu struktury finansowania przedsiębiorstw. Pierwszym z nich jest podejście statyczne (ang. *static tradeoff framework*), drugim zaś koncepcja hierarchii źródeł finansowania przedsiębiorstwa (ang. *pecking order framework*)².

Największy wkład w rozwój podejścia statycznego w teorii finansowania przedsiębiorstwa wnieśli Modigliani oraz Miller, przedstawiając w 1958 r. pracę pt. *The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment* [Modigliani, Miller, 1958, s. 261-297]. Przedstawiona w pracy teoria kładzie duży

² Warto też wspomnieć o teorii menedżerskiej (ang. *menagerial theory*) oraz teorii neutralnej mutacji (ang. *neutral mutation theory*). Teoria menedżerska (wprowadzana m.in. przez Berle'a, Means'a, Rossa, itd.) opiera się na negowaniu działania kierownictwa firmy w interesie właścicieli danej firmy. Koncepcja neutralnej mutacji przedstawiona przez Millera zakłada natomiast, że zmiany w strukturze finansowania firmy są neutralne dla jej wartości oraz kosztu kapitału, struktura ta jest zaś wynikiem zwyczajowo przyjętych metod pozyskiwania kapitału w danym przedsiębiorstwie. Źródło: [Myers, 1984, s. 576].

nacisk na oszczędności podatkowe przy pozyskiwaniu kapitału przez zadłużenie przedsiębiorstwa, następstwem czego powinien być relatywnie duży udział długu w strukturze finansowania większości firm. Przede wszystkim z tego względu teoria Modiglianiego i Millera stała się tematem wielu sporów i dyskusji w kręgach naukowych³. W swojej pracy autorzy teorii *static tradeoff* pokazali przypadki, w których firmy odnoszą korzyści z optymalizowania struktury finansowania przedsiębiorstwa. Propozycje I i II tych badaczy dotyczyły wyceny firmy w warunkach niepewnych strumieni przychodów i stanowiły punkt wyjścia do rozważań nt. struktury finansowania i kosztu kapitału w przedsiębiorstwie. Pokazali oni również, w jaki sposób spostrzeżenia te mogą być wykorzystane w optymalnej polityce inwestycyjnej firmy⁴.

Teoria struktury finansowania, oparta na hierarchii źródeł finansowania zawdzięcza swój początek badaniom Donaldsona, opublikowanym w 1961 r. w pracy pt. *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity* [Donaldson, 1961]. W pracy tej autor stwierdził, iż celem finansowania działalności firmy jej kierownictwo chętniej korzysta ze źródeł wewnętrznych, wygenerowanych przez przedsiębiorstwo, niż z funduszy zewnętrznych, za wyjątkiem nieuniknionych, przejściowych zwiększonych potrzeb kapitałowych (ang. „*bulges*” in the need for funds) [Donaldson, 1961, s. 67]. Według autora, zwiększone potrzeby kapitałowe nie są jednak pokrywane poprzez redukcję dywidend z tego względu, iż zmniejszenie wypłaty dywidendy nie jest korzystne dla menedżerów firm, którzy działają we własnym interesie [Donaldson, 1961, s. 70]. W przypadku zaś, gdy zachodzi konieczność użycia kapitału zewnętrznego w celu finansowania przedsiębiorstwa, kierownictwo jest niechętnie przeprowadzaniu emisji akcji i częściej decyduje się na zaciągnięcie długu [Donaldson, 1961, s. 57-58]. Kierownictwo chętniej korzysta z funduszy wewnętrznych firmy z tego względu, iż w przypadku pozyskiwania kapitału wśród innych inwestorów zmuszone byłoby poddać się dyscyplinie i regułom rynku kapitałowego. Menedżerowie niechętni są również wszelkim zmianom w strukturze własności firmy gdyż obawiają się, iż zmiany te mogłyby mieć negatywny wpływ na odnoszone przez nich osobiste korzyści, wynikające z funkcji kierowniczych w przedsiębiorstwie (patrz szerzej: [Jensen, Meckling, 1976, s. 305-360]). Według teorii opartej na hierarchii źródeł finansowania, w przypadku gdy przedsiębiorstwo generuje zyski o większej wartości niż jego potrzeby kapitałowe, wówczas nadwyżka wykorzystywana jest na pokrycie zadłużenia przedsiębiorstwa, następnie zaś przeznaczana jest na podwyższenie dywidendy dla właścicieli. Według omawianego podejścia teoretycznego, decydując się na finansowanie zewnętrzne, w pierwszej kolejności zaciągane są zobowiązania kupieckie, następnie rozpatrywana jest możliwość zaciągnięcia kredytu bankowego bądź emisja obligacji. W dalszej kolejności emitowane są papiery wartość-

³ Zwracano uwagę na to, iż firmy nie mogą zaciągać nadmiernego długu m.in. ze względu na tzw. koszty bankructwa. Są to zdyskontowane koszty wynikające z potencjalnych trudności w jakich może się znaleźć firma nadmiernie obciążona długiem (ang. *cost of financial distress*).

⁴ Koncepcja Modiglianiego i Millera ma duże praktyczne znaczenie, pokazuje bowiem, w jaki sposób korzystać z pozytywnego efektu dźwigni finansowej.

ciowe będące instrumentem hybrydowym pomiędzy obligacjami oraz akcjami (np. obligacje zamienne), natomiast akcje w podejściu *pecking order* stanowią najmniej pożądany instrument w strukturze finansowania przedsiębiorstwa.

Teoria oparta na hierarchii źródeł finansowania odbiega w sposób zasadniczy od teorii finansowania przedsiębiorstwa Modiglianiego oraz Millera. Według podejścia *pecking order*, firma finansuje się poprzez zadłużenie z tego względu, iż fundusze obce są tańsze niż fundusze własne⁵, nawet w sytuacji, gdy na rynku nie występują podatki. Autorzy teorii *static tradeoff* pokazali natomiast przypadki, w których właściciele uzyskują różne korzyści z modelowania struktury finansowania przedsiębiorstwa⁶. Wielu badaczy podważa zarówno teorię Modiglianiego i Millera jak również teorię Donaldsona. W ten sposób powstają współczesne nurty, które zawierają cechy obydwu tych teorii, wzbogacone o nowe obserwacje⁷. Autorzy nowoczesnych koncepcji finansowania przedsiębiorstwa są jednak zgodni co do tego, że menedżerowie powinni podejmować takie decyzje finansowe, które umożliwią stworzenie optymalnej struktury finansowania przedsiębiorstwa.

Struktura finansowania przedsiębiorstw w krajach wysoko rozwiniętych oraz na tzw. rynkach wschodzących

Generalnie rzecz biorąc, zamysł ustalenia optymalnej struktury finansowania towarzyszy przedsiębiorstwom działającym zarówno w krajach wysoko rozwiniętych, jak również w krajach o niższym poziomie rozwoju, natomiast droga do uzyskania oczekiwanego efektu w poszczególnych krajach może się istotnie różnić. Różnice w strukturze finansowania przedsiębiorstw działających na tzw. rynkach wschodzących w porównaniu z firmami działającymi na rynkach wysoko uprzemysłowionych mogą wynikać m.in. z różnic w poziomie rozwoju rynków finansowych różnych krajów, różnic w dostępnych dla firm źródłach finansowania, różnic w poziomie kosztów usług finansowych,

⁵ Ma to związek z kosztem alternatywnym dla inwestorów. Występowanie tego kosztu wynika z tego, że zainwestowane przez właściciela firmy środki nie mogą być wykorzystane w inny sposób. Ponieważ decydując się na zakup akcji inwestor rezygnuje z inwestycji o niższym ryzyku (np. lokaty bankowej, obligacji rządowych, itp.), wymaga on więc z reguły wyższej niż np. odsetki bankowe, stopy zwrotu z pozostawionych do dyspozycji przedsiębiorstwa funduszy.

⁶ Model Modiglianiego-Millera wprowadzony w 1958 r. wydaje się jednak nieco utopijny z tego względu, iż ograniczony wieloma założeniami nie może się sprawdzić w rzeczywistości. W 1963 r. Modigliani i Miller zrelatywizowali spostrzeżenia zawarte w swoim modelu uznając, iż pomimo korzyści jakie może uzyskać firma z korzystania z zadłużenia, w postaci oszczędności podatkowych, ustalanie struktury kapitałowej w firmie ograniczone jest jednak realnymi możliwościami zaciągania długu oraz zagrożeniami wynikającymi z nadmiernego zadłużania. Źródło: [Modigliani, Miller, 1963, s. 442].

⁷ Więcej nt. bogatych badań w zakresie struktury finansowania, powstałych w oparciu o teorię statyczną oraz hierarchii źródeł finansowania przedsiębiorstwa z uwzględnieniem problemu asymetrii informacji pomiędzy menedżerami oraz innymi inwestorami, zagadnienia konfliktu interesów pomiędzy kadrą zarządzającą a właścicielami firmy, konkurencji na rynku zbytu oraz z zastosowaniem „teorii sygnałów” – patrz: [Harris, Raviv, 1991, s. 297-355].

jak również różnic w systemie podatkowym państw [Rajan, Zingales, 1995, s. 1421-1422], [Domowitz, Glen, Madhavan, 2000, s. 10-15], [Glen, Pinto, 1994, s. 9]. W artykule zdecydowano się na przytoczenie wyników wybranych badań empirycznych przeprowadzonych na próbie kilkudziesięciu krajów świata, ze szczególnym uwzględnieniem tzw. rynków wschodzących.

Jednym z najczęściej cytowanych w literaturze światowej badań empirycznych o omawianej tematyce jest praca Demirguc-Kunt'a i Maksimovic'a (1995), mająca na celu określenie powiązań pomiędzy stopniem rozwoju rynków finansowych a strukturą finansowania przedsiębiorstw. Badaniem objęte zostały przedsiębiorstwa pochodzące z 30 krajów świata o różnym stopniu rozwoju rynków finansowych, w okresie od 1980 r. do 1991 r.⁸ Wyniki analiz pokazały, iż w początkowym stadium rozwoju rynku finansowego zmniejszał się udział kredytów bankowych zaciągniętych przez badane przedsiębiorstwa we wszystkich źródłach ich finansowania, na rzecz alternatywnych instrumentów rynku finansowego [Demirguc-Kunt, Maksimovic, 1995, s. 4]. Zauważona prawidłowość tłumaczona jest zmianami w kosztach pozyskania kapitału, bowiem wraz z rozwojem rynku finansowego zmniejsza się różnica w koszcie pozyskania funduszy pochodzących z różnych źródeł, a firmy mogąc wybierać w bogatszej ofercie instrumentów finansowych częściej rezygnują z kredytu bankowego na rzecz instrumentów alternatywnych. Cytowani autorzy zauważyli też, iż zarówno na rynkach wysoko rozwiniętych, jak też na tzw. rynkach wschodzących nastąpiły zmiany w strukturze finansowania przedsiębiorstw, które można powiązać z wchodzeniem rynków finansowych w dalsze stadia ich rozwoju. Według badaczy, dalszy rozwój dobrze rozwiniętego rynku finansowego powoduje, iż firmy ograniczają pozyskiwanie funduszy za pomocą nowych emisji nowych akcji na rzecz kapitału obcego w postaci emisji papierów dłużnych (duże firmy) bądź kredytów bankowych (małe firmy)⁹. Dalszy rozwój tzw. rynków wschodzących sprawia zaś, iż w strukturze finansowania dużych przedsiębiorstw coraz większego znaczenia nabiera zadłużenie w różnych formach, tj. przede wszystkim emisja papierów dłużnych, kredyty bankowe¹⁰. To samo badanie wykazało również, że z instrumentów oferowanych przez rynek papierów wartościowych (m.in. akcje, papiery dłużne) na tzw. rynkach wschodzących, korzystały jedynie największe przedsiębiorstwa. Dzieje się tak dlatego, że emisja akcji lub papierów dłużnych pociąga za sobą konieczność poniesienia przez emitenta stosunkowo wysokich kosztów przygotowania oraz przeprowadzenia emisji, jak również

⁸ Badaniem objęte zostały firmy z krajów: Austria, Australia, Belgia, Brazylia, Kanada, Finlandia, Francja, Niemcy, Hongkong, Indie, Włochy, Japonia, Włochy, Jordania, Korea, Malezja, Meksyk, Holandia, Nowa Zelandia, Norwegia, Pakistan, Singapur, RPA, Hiszpania, Szwecja, Szwajcaria, Tajlandia, Turcja, Wielka Brytania, Stany Zjednoczone, Zimbabwe.

⁹ Może to wynikać z faktu, iż spółki, które przeprowadziły już np. publiczną emisję akcji, ze względu na umocnienie ich wizerunku na rynku (wzrost wiarygodności kredytowej) mają łatwiejszy dostęp do innych źródeł finansowania.

¹⁰ Autorzy nie zauważyli istotnych zmian w strukturze kapitałowej małych i średnich przedsiębiorstw.

spełnienia rygorystycznych wymogów dopuszczeniowych do obrotu giełdowego, jakich małym i średnim przedsiębiorstwom trudno jest sprostać.

Struktura finansowania przedsiębiorstw w krajach określanych jako rynki wschodzące poddana została analizie również przez Glena oraz Pinto (1994)¹¹. Zauważyli oni, iż przedsiębiorstwa działające na tzw. rynkach wschodzących finansowały się w badanym okresie przeważnie ze źródeł zewnętrznych (kredytem bankowym, emisją akcji, emisją papierów dłużnych), w przeciwieństwie do przedsiębiorstw pochodzących z dobrze rozwiniętych rynków, które finansowały się w dużej mierze ze źródeł wygenerowanych wewnętrznie [Glen, Pinto, 1994, s. 11]. Może to oznaczać, iż firmy mające siedzibę w krajach określanych jako wschodzące rynki nie generują wystarczająco dużych zysków dla finansowania swojej działalności, w przeciwieństwie do przedsiębiorstw pochodzących z krajów wysoko rozwiniętych. Taką samą zależność pomiędzy strukturą finansowania przedsiębiorstw pochodzących z tzw. rynków wschodzących (preferowane źródła zewnętrzne) oraz dobrze rozwiniętych rynków (preferowane źródła wewnętrzne) zasygnalizował w swojej pracy Singh oraz Hamid (1991). Badaniem tym objętych zostało 50 firm mających siedzibę na tzw. wschodzących rynkach¹², w latach 1980-1987 [Singh, Hamid, 1991, s. 81].

Ogólnie biorąc można stwierdzić, iż firmy mające siedzibę w kraju o dobrze rozwiniętym rynku finansowym finansują swoją działalność innymi niż kredyt bankowy instrumentami rynku finansowego w większym stopniu, niż spółki mające siedzibę na tzw. rynkach wschodzących, na których rynek finansowy dopiero się rozwija. Warto też podkreślić, iż sytuacja ta wraz z rozwojem rynków finansowych oraz upowszechnianiem się instrumentów rynku papierów wartościowych stopniowo się zmienia. Instrumenty te zaczynają odgrywać coraz większą rolę w finansowaniu działalności przedsiębiorstw w szczególności w krajach Europy Środkowej i Wschodniej, w których pojawiły się dopiero na początku lat 90. XX w. [Glen, Pinto, 1994, s. 12].

Struktura finansowania przedsiębiorstw w Polsce w latach 1992-2005

Dla potrzeb artykułu podjęto odpowiednie analizy z wykorzystaniem danych Głównego Urzędu Statystycznego (GUS), Narodowego Banku Polskiego (NBP) oraz Ministerstwa Finansów (MF) dla grupy przedsiębiorstw zobowiązanych do składania sprawozdań finansowych GUS, w latach 1992-2005¹³. Badana grupa nie obejmuje instytucji finansowych.

¹¹ Badaniem objęte zostały firmy wywodzące się z tzw. rynków wschodzących, a w szczególności z Chile, Argentyny, Brazylii, Wenezueli, Indonezji, Korei, Meksyku, Tajlandii, Indii, Turcji, w okresie od 1980 r. do 1992 r. (analiza porównawcza z firmami wywodzącymi się z rynków wysoko rozwiniętych).

¹² Firmy wywodziły się z Meksyku, Indii, Pakistanu, Turcji, Korei, Tajlandii, Malezji, Jordanii oraz Zimbabwe. Dla porównania struktury finansowania, w badaniu odniesiono się do firm amerykańskich oraz brytyjskich.

¹³ Brak jest w GUS danych za 1995 r., stąd brak tego okresu w przeprowadzonej analizie.

Badanie przeprowadzone zostało w dwóch ujęciach, w pierwszym – dla wszystkich przedsiębiorstw, w drugim – z podziałem na firmy sektora publicznego i prywatnego. W analizie wykorzystano dane bilansowe firm¹⁴.

W aneksie 1 sporządzono zestawienie źródeł finansowania przedsiębiorstw w Polsce w latach 1992-2005, z podziałem na dwie główne grupy funduszy: kapitały własne i kapitały obce, oraz policzono dla tych wielkości wskaźniki dynamiki.

Analizując dane zawarte w aneksie 1 warto zwrócić uwagę na dynamikę przyrostu kapitału własnego i obcego w poszczególnych latach. W pierwszych badanych latach różnica pomiędzy dynamiką zmian kapitału własnego a dynamiką zmian zadłużenia była bardzo istotna. Tak na przykład w 1993 r. wielkość kapitałów własnych (w porównaniu z rokiem 1992 r.) wzrosła o 3 proc., podczas gdy zadłużenie firm wzrosło aż o 38 proc. Różnica pomiędzy przytoczonymi wielkościami sięgnęła 35 punktów procentowych na rzecz zadłużenia. Istotną różnicę w analizowanych wielkościach zauważyć można też w roku 1997 (30 pkt proc. na rzecz kapitałów obcych), w 1998 oraz w 1999 (odpowiednio 17 i 18 pkt proc.). W późniejszych latach różnica ta stopniowo zacierała się, i tak w 2000 r. dynamika wzrostu zadłużenia była tylko o 5 pkt proc. wyższa od dynamiki wzrostu kapitałów własnych, w 2001 r. różnica ta wyniosła natomiast 4 pkt proc. Na szczególną uwagę zasługuje jednak fakt, iż tendencja ta odwróciła się w 2002 r. W tym okresie kapitały własne wzrosły bardziej dynamicznie niż kapitały obce (różnica 8 pkt proc. na rzecz kapitałów własnych). W 2004 r. różnica ta wyniosła 20 pkt proc., ponownie na rzecz kapitałów własnych.

Zważywszy na istotne zróżnicowanie omawianych wielkości w grupie przedsiębiorstw sektora publicznego oraz prywatnego, w aneksie 1 zestawiono podstawowe źródła finansowania wspomnianych dwóch grup wraz ze wskaźnikami dynamiki wzrostu tych wielkości. Wstępna analiza wskaźników dynamiki pokazuje, iż w całym badanym okresie kapitały (pasywa) przedsiębiorstw sektora prywatnego rosły szybciej niż pasywa firm sektora publicznego. Różnica w dynamice wzrostu tych wielkości dla sektora prywatnego oraz publicznego jest znaczna, sięgająca nawet 43 punktów procentowych w 1997 r., 31 pkt proc. w 1993 r., czy 22 pkt proc. w 2001 r. Z jednej strony nasuwa się spostrzeżenie, iż firmy państwowe w badanym okresie rozwijały się wolniej niż firmy prywatne¹⁵,

¹⁴ Należy zwrócić uwagę na to, iż przytoczone w badaniu wielkości bilansowe firm wiernie odzwierciedlają publikowane rokrocznie przez GUS dane, wobec czego niektóre obliczone wskaźniki (w szczególności dynamiki) należałoby zestawić z odpowiednimi (zamieszczonymi w niniejszym opracowaniu) wskaźnikami inflacji. Niemniej jednak korekta (urealnienie) wyników powinna być dokonana bardzo ostrożnie. Wynika to w dużej mierze z dwóch przyczyn. Po pierwsze, na przedsiębiorstwa nałożony jest ustawowy obowiązek korygowania wartości aktywów (m.in. ze względu na inflację) w wyznaczonych terminach, w związku z czym w pasywach bilansu znajduje się pozycja: „kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny”. Po drugie, pasywa zawierają też pozycje: „zysk (strata) z lat ubiegłych” (w pozycji tej mogą znajdować się wyniki finansowe nawet z kilku lat, wobec czego trudno jest oszacować wpływ inflacji na te wyniki) oraz „zysk (strata) netto” (z roku bieżącego), czyli wielkości, w których odzwierciedlona została w pewien sposób inflacja.

¹⁵ Teza ta znalazła potwierdzenie w licznych badaniach. Por. np. [Koszty spowolnienia, 2004].

z drugiej strony jasne jest, iż na początku lat 90. XX w. rozpoczął się proces prywatyzacji majątku Skarbu Państwa, wobec czego liczne przedsiębiorstwa państwowe zasilły szeregi przedsiębiorstw prywatnych, liczne natomiast zostały zlikwidowane. Dla weryfikacji ostatniego stwierdzenia warto zwrócić uwagę na zawarte w aneksach nr 2 i 3 dane. W aneksie nr 2 pokazano, jaka część kolejno: kapitałów własnych, kapitałów obcych oraz kapitałów ogółem (pasywów) należała w poszczególnych latach do przedsiębiorstw sektora publicznego oraz firm prywatnych. W celu uzupełnienia możliwej do przeprowadzenia na podstawie danych z aneksu 2 analizy w aneksie 3 zestawiono dane wskazujące postępowanie przekształceń własnościowych w Polsce w badanym okresie.

Analizując dane zawarte w aneksie nr 2 można zauważyć, iż w 1992 r. udział kapitałów przedsiębiorstw sektora publicznego w kapitałach wszystkich firm wynosił aż 67 proc., w roku 1997 stanowił on mniej niż połowę (43 proc.), w 2003 r. udział ten spadł do 26 proc., natomiast na koniec 2005 r. wyniósł 24 proc. W przypadku kapitałów własnych, udział ten w pierwszym roku analizy wyniósł 70 proc., zmniejszając się do 50 proc. w 1997 r. oraz 28 proc. w 2005 r. Udział zadłużenia przedsiębiorstw publicznych w zadłużeniu wszystkich firm był niższy, niż w przypadku kapitałów własnych i wyniósł w 1992 r. 63 proc., w 1997 r. – 35 proc. oraz 19 proc. w ostatnim roku objętym badaniem.

W tabelicy 1 przedstawiono strukturę finansowania przedsiębiorstw z podziałem na sektor publiczny oraz sektor prywatny.

Tabela 1

Struktura finansowania przedsiębiorstw w Polsce w latach 1992-2005

| Rok | Kapitały ogółem | Kapitały własne | | | Kapitały obce | | |
|------|-----------------|-----------------|------------------|-----------------|-----------------|------------------|-----------------|
| | | wszystkie firmy | sektor publiczny | sektor prywatny | wszystkie firmy | sektor publiczny | sektor prywatny |
| 1992 | 1,00 | 0,60 | 0,62 | 0,55 | 0,40 | 0,38 | 0,45 |
| 1993 | 1,00 | 0,53 | 0,56 | 0,48 | 0,47 | 0,44 | 0,52 |
| 1994 | 1,00 | 0,52 | 0,55 | 0,47 | 0,48 | 0,45 | 0,53 |
| 1996 | 1,00 | 0,62 | 0,68 | 0,55 | 0,38 | 0,32 | 0,45 |
| 1997 | 1,00 | 0,56 | 0,65 | 0,49 | 0,44 | 0,35 | 0,51 |
| 1998 | 1,00 | 0,52 | 0,61 | 0,47 | 0,48 | 0,39 | 0,53 |
| 1999 | 1,00 | 0,48 | 0,56 | 0,44 | 0,52 | 0,44 | 0,56 |
| 2000 | 1,00 | 0,47 | 0,54 | 0,43 | 0,53 | 0,46 | 0,57 |
| 2001 | 1,00 | 0,46 | 0,50 | 0,44 | 0,54 | 0,50 | 0,56 |
| 2002 | 1,00 | 0,48 | 0,51 | 0,47 | 0,52 | 0,49 | 0,53 |
| 2003 | 1,00 | 0,49 | 0,57 | 0,46 | 0,51 | 0,43 | 0,54 |
| 2004 | 1,00 | 0,53 | 0,60 | 0,51 | 0,47 | 0,40 | 0,49 |
| 2005 | 1,00 | 0,55 | 0,65 | 0,52 | 0,45 | 0,35 | 0,48 |

Źródło: Zestawienie i obliczenia własne na podstawie: *Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 1992* (kolejne lata do 2005 r.). GUS, Warszawa

W 1992 r. udział kapitałów własnych wszystkich badanych firm w strukturze finansowania wyniósł 60 proc., 40 proc. stanowiły natomiast kapitały obce. W kolejnych latach udział kapitałów własnych firm w pasywach ogółem stopniowo malał, a w coraz większym stopniu uruchamiano finansowanie bieżącej oraz inwestycyjnej działalności z zastosowaniem długu. Tendencja ta odwróciła się w 2002 r. Wskazany rok zapoczątkował okres, w którym udział finansowania własnego w ogóle pasywów zaczął rosnać, osiągając 48 proc. w 2002 r., 49 proc. w 2003 r., 53 proc. w 2004 r. oraz 55 proc. w 2005 r.

Porównując analogiczne wskaźniki dla przedsiębiorstw sektora publicznego oraz prywatnego, można zauważyć pewną prawidłowość. Jak wskazują dane zawarte w tablicy 1, w badanym okresie firmy prywatne w większym stopniu niż firmy sektora publicznego finansowały się długiem. Udział zadłużenia w strukturze finansowania firm prywatnych był nawet kilkanaście punktów procentowych wyższy niż w przypadku przedsiębiorstw publicznych. Tak np. w 1992 r. dług firm publicznych stanowił 38 proc. ogółu pasywów, podczas gdy zobowiązania firm prywatnych stanowiły 45 proc. Różnica ta pogłębiała się w kolejnych latach, np. w 1997 analizowane wielkości wyniosły odpowiednio 35 proc. i 51 proc., rok później – odpowiednio 39 proc. i 53 proc., w 1999 r. zaś – 44 proc. i 56 proc. W 2000 r. omawiana różnica zaczęła się zmniejszać osiągając 11 punktów proc. w 2000 r., 6 – w 2001 oraz 4 w 2002 r., po czym od 2003 r. – ponownie wzrastać.

Z punktu widzenia podjętego badania interesujących obserwacji może dostarczyć analiza struktury zadłużenia przedsiębiorstw, zaprezentowanej w tablicach 2 i 3. W tablicy 2 pokazano udział zadłużenia długoterminowego oraz krótkoterminowego w kapitałach obcych przedsiębiorstw, w tablicy 3 zaś wskazano na udział kredytów i pożyczek (zarazem długo- i krótkoterminowych), jak również zobowiązań wobec dostawców w ogóle zadłużenia firm.

Dane z tablicy 2 wskazują na wzrost udziału zobowiązań długoterminowych w kapitale obcym badanych przedsiębiorstw. W 1992 roku zadłużenie długoterminowe wszystkich firm stanowiło 17 proc. zadłużenia ogółem, w 1997 roku wzrosło do 30 proc., a w 2003 r. – do 34 proc. Pozostałą część kapitałów obcych stanowiły zobowiązania krótkoterminowe, do których zalicza się kredyty i pożyczki, krótkoterminowe papiery dłużne, zobowiązania wobec dostawców, zobowiązania publicznoprawne, zobowiązania wobec pracowników, itp. Na uwagę zasługuje to, iż do roku 1997 udział zadłużenia długoterminowego przedsiębiorstw prywatnych w ogóle zobowiązań omawianej grupy firm był wyższy niż w przypadku przedsiębiorstw sektora publicznego, natomiast począwszy od 1998 r. firmy sektora publicznego charakteryzowały się wyższym udziałem zadłużenia długoterminowego w kapitałach obcych niż firmy sektora prywatnego. W 1992 roku zobowiązania długoterminowe stanowiły dla przedsiębiorstw sektora publicznego i prywatnego odpowiednio 13 proc. i 24 proc. kapitałów obcych, w 1997 roku – 29 proc. i 30 proc., rok później – 31 proc. i 30 proc. W roku 2003 omawiany udział dla firm sektora publicznego wyniósł 41 proc., w porównaniu z 31 procentowym udziałem w odniesieniu do firm prywatnych.

Tablica 2

Struktura kapitałów obcych firm w Polsce w latach 1992-2005

| Rok | Kapitały obce ogółem | Zobowiązania długoterminowe | | | Zobowiązania krótkoterminowe | | |
|------|----------------------|-----------------------------|------------------|-----------------|------------------------------|------------------|-----------------|
| | | wszystkie firmy | sektor publiczny | sektor prywatny | wszystkie firmy | sektor publiczny | sektor prywatny |
| 1992 | 1,00 | 0,17 | 0,13 | 0,24 | 0,83 | 0,87 | 0,76 |
| 1993 | 1,00 | 0,28 | 0,23 | 0,34 | 0,72 | 0,77 | 0,66 |
| 1994 | 1,00 | 0,21 | 0,16 | 0,27 | 0,79 | 0,84 | 0,73 |
| 1996 | 1,00 | 0,30 | 0,28 | 0,31 | 0,70 | 0,72 | 0,69 |
| 1997 | 1,00 | 0,30 | 0,29 | 0,30 | 0,70 | 0,71 | 0,70 |
| 1998 | 1,00 | 0,31 | 0,31 | 0,30 | 0,69 | 0,69 | 0,70 |
| 1999 | 1,00 | 0,32 | 0,33 | 0,31 | 0,68 | 0,67 | 0,69 |
| 2000 | 1,00 | 0,31 | 0,33 | 0,31 | 0,69 | 0,67 | 0,69 |
| 2001 | 1,00 | 0,33 | 0,36 | 0,31 | 0,67 | 0,64 | 0,69 |
| 2002 | 1,00 | 0,31 | 0,33 | 0,31 | 0,69 | 0,67 | 0,69 |
| 2003 | 1,00 | 0,34 | 0,41 | 0,31 | 0,66 | 0,59 | 0,69 |
| 2004 | 1,00 | 0,31 | 0,37 | 0,29 | 0,69 | 0,63 | 0,71 |
| 2005 | 1,00 | 0,30 | 0,39 | 0,28 | 0,70 | 0,61 | 0,72 |

Źródło: Zestawienie i obliczenia własne na podstawie: *Bilansowe wyniki finansowe...*, op. cit.

Tablica 3

Udział kredytów i pożyczek oraz zobowiązań wobec dostawców w polskich przedsiębiorstwach w latach 1992-2005

| Rok | Kapitały obce ogółem | Kredyty i pożyczki* | | | Zobowiązania wobec dostawców | | |
|------|----------------------|---------------------|------------------|-----------------|------------------------------|------------------|-----------------|
| | | wszystkie firmy | sektor publiczny | sektor prywatny | wszystkie firmy | sektor publiczny | sektor prywatny |
| 1992 | 1,00 | 0,30 | 0,25 | 0,38 | 0,33 | 0,34 | 0,31 |
| 1993 | 1,00 | 0,30 | 0,24 | 0,37 | 0,29 | 0,29 | 0,30 |
| 1994 | 1,00 | 0,33 | 0,27 | 0,39 | 0,32 | 0,30 | 0,35 |
| 1996 | 1,00 | 0,32 | 0,34 | 0,30 | 0,35 | 0,30 | 0,40 |
| 1997 | 1,00 | 0,40 | 0,37 | 0,41 | 0,37 | 0,29 | 0,41 |
| 1998 | 1,00 | 0,43 | 0,43 | 0,43 | 0,36 | 0,27 | 0,40 |
| 1999 | 1,00 | 0,44 | 0,43 | 0,45 | 0,35 | 0,26 | 0,39 |
| 2000 | 1,00 | 0,44 | 0,41 | 0,45 | 0,34 | 0,26 | 0,37 |
| 2001 | 1,00 | 0,44 | 0,32 | 0,49 | 0,32 | 0,24 | 0,35 |
| 2002 | 1,00 | 0,31 | 0,29 | 0,32 | 0,32 | 0,23 | 0,36 |
| 2003 | 1,00 | 0,31 | 0,31 | 0,31 | 0,33 | 0,25 | 0,36 |
| 2004 | 1,00 | 0,39 | 0,31 | 0,40 | 0,35 | 0,23 | 0,38 |
| 2005 | 1,00 | 0,39 | 0,34 | 0,40 | 0,37 | 0,24 | 0,40 |

* Kredyty i pożyczki długoterminowe i krótkoterminowe. Pozycja ta zawiera także emisję papierów wartościowych o charakterze dłużnym (obligacji oraz krótkoterminowych papierów dłużnych)

Źródło: Zestawienie i obliczenia własne na podstawie: *Bilansowe wyniki finansowe...*, op. cit.

Dane zawarte w tablicy 3 pozwalają na analizę struktury kapitałów obcych w innym niż dotychczas układzie. Tym razem istnieje możliwość zaobserwowania zmian w udziale kredytów (razem długoterminowych oraz krótkoterminowych) i pożyczek oraz zobowiązań wobec dostawców w ogóle kapitałów obcych.

W badanym okresie udział kredytów i pożyczek w ogóle zadłużenia wszystkich firm kształtował się na poziomie od 30 proc. do 44 proc., na zbliżonym poziomie kształtował się też udział zobowiązań wobec dostawców w ogóle kapitałów obcych. Należy zauważyć, iż w przedsiębiorstwach prywatnych udział kredytów i pożyczek w ogóle zobowiązań tych firm był wyższy (w niewielu przypadkach równy) niż w przypadku firm sektora publicznego. W roku 1992 kredyty i pożyczki firm sektora publicznego stanowiły 25 proc. kapitałów obcych będących w dyspozycji tego sektora, podczas gdy analogiczny udział dla firm prywatnych wyniósł 38 proc. W 1997 roku różnica w udziale kredytów i pożyczek w ogóle kapitałów obcych pomiędzy przedsiębiorstwami sektora publicznego i prywatnego zmniejszyła się – udział ten ukształtował się na poziomie odpowiednio: 37 proc. i 41 proc., natomiast w roku 2003 udział ten był jednakowy (31 proc.). Rok później nastąpił dynamiczny wzrost udziału kredytów i pożyczek w ogóle zadłużenia przedsiębiorstw prywatnych (do 40 proc.) przy niezmiennym udziale tej grupy długu w przedsiębiorstwach państwowych.

Z podobną sytuacją mieliśmy do czynienia w przypadku udziału zobowiązań wobec dostawców w ogóle kapitałów obcych. Również w tym przypadku udział kredytów i pożyczek w ogóle finansowania obcego (za wyjątkiem 1992 r.) był wyższy w sektorze prywatnym. W 1992 roku zobowiązania handlowe firm sektora publicznego stanowiły 34 proc. wszystkich funduszy obcych tej grupy, podczas gdy omawiany udział dla przedsiębiorstw prywatnych wyniósł 31 proc. Tendencja ta uległa zmianie już rok później i począwszy od 1993 roku do końca okresu objętego analizą zobowiązania wobec dostawców w grupie firm prywatnych stanowiły większy udział w kapitałach obcych tych firm niż w przypadku przedsiębiorstw sektora publicznego. Dla porównania – w 1997 r. analizowany udział dla sektora publicznego wyniósł 29 proc., dla sektora prywatnego zaś – 41 proc. Również w 2003 r. różnica pomiędzy firmami publicznymi i prywatnymi w odniesieniu do analizowanej wielkości była istotna; omawiany udział osiągnął odpowiednio 25 proc. i 36 proc., w 2004 r. odpowiednio 24 proc. i 40 proc.

W tablicy 4 przedstawiono udział emisji dłużnych papierów wartościowych w ogóle finansowania obcego oraz dynamikę zmian w omawianej formie finansowania.

Tablica 4

**Finansowanie przedsiębiorstw w Polsce w drodze emisji dłużnych papierów wartościowych
w latach 1992-2005**

| Rok | Kapitały obce ogółem | Udział w finansowaniu obcym | | | Dynamika zmian (rok $n - 1 = 100$) | | |
|------|----------------------|-----------------------------|------------------|-----------------|-------------------------------------|------------------|-----------------|
| | | wszystkie firmy | sektor publiczny | sektor prywatny | wszystkie firmy | sektor publiczny | sektor prywatny |
| 1992 | 1,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0 | 0 | 0 |
| 1993 | 1,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0 | 0 | 0 |
| 1994 | 1,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0 | 0 | 0 |
| 1996 | 1,00 | bd | bd | bd | bd | bd | bd |
| 1997 | 1,00 | 0,09 | 0,03 | 0,13 | bd | bd | bd |
| 1998 | 1,00 | 0,11 | 0,08 | 0,13 | 152 | 319 | 132 |
| 1999 | 1,00 | 0,14 | 0,10 | 0,16 | 147 | 140 | 149 |
| 2000 | 1,00 | 0,15 | 0,10 | 0,17 | 117 | 110 | 120 |
| 2001 | 1,00 | 0,16 | 0,07 | 0,19 | 115 | 67 | 127 |
| 2002 | 1,00 | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 15 | 31 | 13 |
| 2003 | 1,00 | 0,03 | 0,02 | 0,03 | 122 | 86 | 133 |
| 2004 | 1,00 | 0,02 | 0,03 | 0,02 | 85 | 146 | 72 |
| 2005 | 1,00 | 0,02 | 0,04 | 0,02 | 101 | 103 | 100 |

Źródło: Zestawienie i obliczenia własne na podstawie: *Bilansowe wyniki finansowe...*, op. cit.

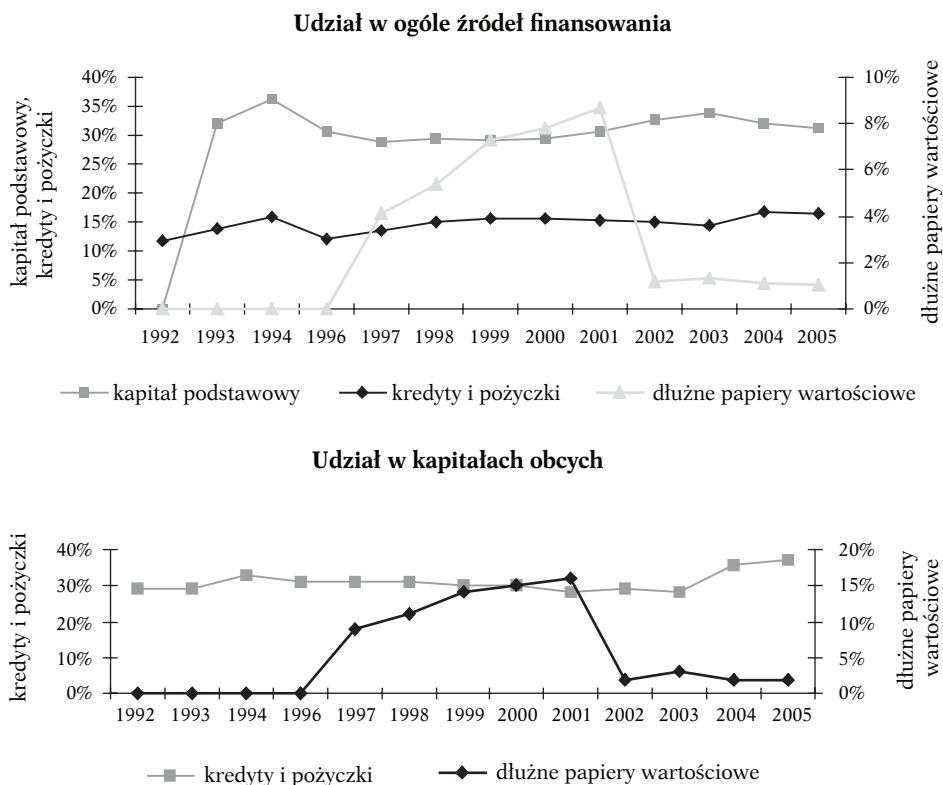
Na początku lat 90. XX w., tj. w okresie przypadającym na odbudowę fundamentów rynku kapitałowego w Polsce, przedsiębiorstwa nie podejmowały emisji dłużnych papierów wartościowych. Jak wynika z tabeli 4, początek finansowania dłużnego w postaci emisji papierów wartościowych przypada na II połowę lat 90. XX w. W 1997 r. udział emisji obligacji i krótkoterminowych papierów dłużnych w finansowaniu obcym polskich przedsiębiorstw wyniósł 9 proc., w 1999 r. – 14 proc., natomiast w 2001 r. już 16 proc. Począwszy od 2002 r. do końca badanego okresu omawiany udział istotnie się zmniejszył do ok. 2 proc. Należy również zauważyć, iż przedsiębiorstwa prywatne w większym niż przedsiębiorstwa sektora publicznego stopniu finansowały się w drodze emisji dłużnych papierów wartościowych.

Finansowanie przedsiębiorstw w Polsce – odniesienie do teorii oraz wyników badań międzynarodowych

Nie uwzględniając w analizie szczególnych warunków działania przedsiębiorstw w badanym okresie oraz zmian w ich gospodarce finansowej, w warunkach polskich można byłoby doszukać się potwierdzenia omówionych wcześniej teorii finansowania firm, jak również przytoczonych wyników wybranych badań międzynarodowych. Jak wskazano w latach 90. XX w. zadłużenie polskich przedsiębiorstw wzrastało bardziej dynamicznie niż kapitały własne, wzrastał również udział długu w strukturze ich finansowania – a m.in. na taką prawidłowość

zwracają uwagę przytoczone teorie. W warunkach polskich można doszukać się również zbieżności z badaniami empirycznymi nad strukturą finansowania przedsiębiorstw na tzw. rynkach wschodzących. Analiza źródeł finansowania polskich firm wskazała, iż od połowy lat 90. XX w. do pierwszych lat XXI w., tj. w mniej zaawansowanym stadium rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, wzrastał udział emisji papierów wartościowych (por. wykres 1), na co wskazali również Demirguc-Kunt i Maksimovic – cytowani wcześniej autorzy badania przeprowadzonego na próbie kilkudziesięciu krajów świata.

Wykres 1. Udział kapitału podstawowego, kredytów i pożyczek oraz emisji papierów wartościowych w strukturze finansowania przedsiębiorstw w Polsce w latach 1992-2005



Źródło: Zestawienie i obliczenia własne na podstawie: *Bilansowe wyniki finansowe...*, op. cit.

W analizowanym okresie polskie przedsiębiorstwa finansowały się w dużej mierze ze źródeł zewnętrznych, w mniejszym zaś stopniu z zatrzymanych zysków, a na taką prawidłowość zwrócili też uwagę Glen oraz Pinto przedstawiając wnioski z podjętych badań empirycznych na próbie wybranych krajów zakwalifikowanych jako tzw. rynki wschodzące.

Niemniej jednak bez przeprowadzenia bardziej wnikliwych obserwacji specyficznych uwarunkowań firm w Polsce potwierdzenie teorii finansowania firm

w warunkach polskich, jak również odniesienie wyników badań międzynarodowych na tzw. rynkach wschodzących do warunków polskich byłoby przedwczesne. Analiza źródeł finansowania przedsiębiorstw w Polsce wymaga bowiem odpowiedniego uwzględnienia czynników gospodarczych. Na wczesne lata 90. XX w. przypada początek procesu transformacji polskiej gospodarki, który w sposób istotny wpłynął na funkcjonowanie przedsiębiorstw. Dla tego okresu charakterystyczne było stosunkowo niskie wyposażenie firm w kapitał, przy wysokiej, sięgającej 30-40 proc. inflacji, wysokim koszcie kredytu oraz dużych obciążeniach podatkowych przedsiębiorstw. W niniejszym badaniu konieczne jest zatem uwzględnienie wpływu efektów transformacyjnych w interpretacji uzyskanych wyników¹⁶.

Transformacja gospodarcza rozpoczęła się w warunkach kilkudziesięcioprocentowej inflacji, której ograniczenie było głównym celem polityki stabilizacyjnej. Jednym z narzędzi tej polityki była próba ograniczenia popytu globalnego, co znalazło swoje odzwierciedlenie w wielkości przychodów przedsiębiorstw. Otóż ograniczenie wewnętrznego popytu konsumentów i inwestorów przełożyło się na spadek fizycznych rozmiarów produkcji przy stosunkowo wysokich kosztach stałych przedsiębiorstw. Na poziom przychodów firm w początkowym okresie transformacji gospodarczej wpłynęło również otwarcie gospodarki¹⁷, w znacznym stopniu izolowanej wcześniej od rynku światowego¹⁸. Spadek popytu na krajową produkcję istotnie pogorszył sytuację finansową przedsiębiorstw, wiele z nich zbankrutowało, a niektóre branże przemysłu niemalże przestały istnieć (np. przemysł elektroniczny)¹⁹.

W 1992 roku pojawiły się pierwsze symptomy przełamania spadku koniunktury gospodarczej, które utrwaliły się dopiero w latach następnych²⁰, a o tempie wzrostu PKB decydował w coraz większym stopniu popyt inwestycyjny. Zatem mający miejsce w badanym okresie systematyczny przyrost wartości pasywów przedsiębiorstw może być traktowany częściowo jako odzwierciedlenie dynamiki rozwoju gospodarki. Analizując dynamikę zmian pasywów przedsiębiorstw w zestawieniu ze wskaźnikiem dynamiki PKB można zauważyć do pewnego stopnia zbieżność omawianych wielkości. Tak na przykład największy przyrost wartości kapitałów w firmach (21 proc.) miał miejsce w 1997 r., tj. w tym samym roku, w którym odnotowano najwyższy przyrost PKB (7 proc.), (przy 15 procentowej inflacji). Pasywa wzrosły istotnie również rok później (16 proc.),

¹⁶ Analiza wpływu procesów transformacji na działalność przedsiębiorstw w Polsce była przedmiotem licznych badań. Interesujące ujęcie omawianych zagadnień można znaleźć w monografii: [Marzec, 1999]. Do interpretacji wyników badań podjętych w niniejszym opracowaniu inspirowano się w dużym stopniu rozważaniami przytoczonej publikacji.

¹⁷ Na początku lat 90. XX w. polska gospodarka niemal całkowicie pozbawiona była ochrony przed zagraniczną konkurencją. Działania mające na celu ochronę krajowych producentów podjęto w połowie 1991 r., podwyższając cła na produkty przemysłowe pochodzące z importu.

¹⁸ Otwarcie gospodarki na początku lat 90. XX w. spowodowało spadek popytu m.in. na aktywa produkcyjne pochodzenia krajowego na rzecz aktywów pochodzących z importu.

¹⁹ Niektóre branże, szczególnie te, w których działały nowoczesne przedsiębiorstwa, dobrze sprostały zagranicznej konkurencji. Do tych branż należały m.in. branże surowcowe lub wytwarzające produkty o niewielkim stopniu przetworzenia (np. przemysł mleczarski i papierniczy).

²⁰ Por. dynamika PKB w aneksie 4.

w okresie 5 proc. wzrostu PKB²¹. Niemniej jednak wzrost pasywów badanych przedsiębiorstw tylko częściowo można wyjaśnić przy uwzględnieniu dynamiki wzrostu PKB. Wzrost źródeł finansowania, szczególnie w grupie kapitałów obcych, był również wynikiem negatywnych zjawisk w gospodarce.

Wzrost zadłużenia firm był jednym z ważniejszych skutków transformacji gospodarczej w Polsce. Przyczyn wzrostu kapitałów obcych w strukturze finansowania przedsiębiorstw było wiele. Po pierwsze, na początku lat 90. XX w. poważnie wzrosły stopy procentowe, co spowodowało podrożenie kredytów bankowych. Szczególnie dotkliwie wzrost ten odczuły firmy zaangażowane w działalność inwestycyjną, finansowaną kredytami bankowymi. Liczne przedsiębiorstwa miały problem z obsługą dynamicznie narastających zobowiązań wobec instytucji finansowych i nawet w obliczu zaniechania inwestycji zobowiązane były spłacać narastające w zawrotnym tempie odsetki od wykorzystanego dotąd kredytu. Należy jednak zaznaczyć, iż problem ten dotyczył tylko części przedsiębiorstw, szczególnie sektora prywatnego. Jak wcześniej wskazano, w omawianym okresie zadłużenie przedsiębiorstw sektora publicznego wzrastało w mniejszym stopniu²² niż w przypadku przedsiębiorstw prywatnych²³.

Jako drugą przyczynę istotnego wzrostu zadłużenia przedsiębiorstw na początku lat 90. XX w. należy wskazać utratę przez polskie przedsiębiorstwa rynków zbytu w krajach b. RWPG, oraz wspomniane całkowite otwarcie (w początkowym okresie transformacji) polskiego rynku na konkurencyjny import. Jak wskazano, spadek zapotrzebowania na produkcję krajową, jak również utrzymujące się na wysokim poziomie koszty stałe produkcji sprawiły, że koszty całkowite rosły szybciej niż przychody przedsiębiorstw²⁴. W wyniku takiego stanu rzeczy w firmach pojawiły się problemy z regularną obsługą zobowiązań zarówno w stosunku do banków, jak też zobowiązań handlowych²⁵. Konieczne jest również podkreślenie tego, iż do połowy lat 90. XX w. kredyty i pożyczki przeterminowane stanowiły istotny odsetek kredytów i pożyczek ogółem²⁶. Począwszy od 1992 r. problem przeterminowanych kredytów zaczął zagrażać stabilności systemu bankowego. W wyniku takiego zagrożenia banki zaczęły ograniczać udzielanie kredytów przedsiębiorstwom, w związku z czym w większym stopniu uruchomiane było finansowanie firm z użyciem zobowiązań handlowych²⁷. Istotne narastanie (przeterminowanych) zobowiązań

²¹ Por. dane z aneksu nr 1.

²² Tamże.

²³ Wyjaśnienie tego zjawiska zamieszczono w dalszej części.

²⁴ Doskonale problem ten zobrazowany został w monografii [Marzec, 1999].

²⁵ Por. dane zawarte w tablicy nr 4.

²⁶ Odpowiednio: ogółem/firmy sektora publicznego/firmy sektora prywatnego (w proc.): 1991 r. – 11/8/25; 1992 r. – 9/11/8; 1993 r. – 8/10/6; 1994 r. – 5/6/3. Źródło: dane GUS. Warto zauważyć, iż większy udział długu przeterminowanego w zadłużeniu ogółem (za wyjątkiem 1991 r.) miał miejsce w sektorze publicznym.

²⁷ Stąd na początku lat 90. zobowiązania handlowe miały tak istotny udział w ogóle zobowiązań firm. Por. dane z tablicy nr 4. W omawianym okresie zobowiązania firm (w szczególności sektora publicznego) rosły szybciej, niż przychody firm, co potwierdza tezę o zastępowaniu zobowiązaniami handlowymi innych źródeł finansowania firm.

wobec dostawców było możliwe m.in. ze względu na brak dobrze rozwiniętych (w omawianym okresie) rozwiązań prawnych oraz instytucji egzekucji długów, jak też na niewydolność sądownictwa²⁸. Rozwój firm faktoringowych, jak również systemu pozyskiwania informacji o wiarygodności kontrahentów przypada dopiero na koniec lat 90.

Jako jedną z przyczyn wzrostu zadłużenia firm w okresie do połowy lat 90. XX w. wskazuje się również nieprzygotowanie merytoryczne banków do właściwej oceny wiarygodności kredytowej przedsiębiorstw. Sytuacja ta dotyczyła w szczególności nowo powstałe firmy prywatne, charakteryzujące się krótkim okresem działania²⁹.

W pewnym stopniu wzrost zadłużenia przedsiębiorstw można też wyjaśnić polityką budżetową państwa. Otóż na początku lat 90. XX w., w szczególności w latach 1991-1993 państwo dążąc do utrzymania w granicach ustalonych w ustawie budżetowej deficytu, nie realizowało w terminie swoich zobowiązań w stosunku do przedsiębiorstw. W rezultacie tego, firmy nie były w stanie spłacać na bieżąco zobowiązań w stosunku do swoich dostawców.

W świetle pogarszającej się gospodarki finansowej firm oraz rosnącej niewypłacalności przedsiębiorstw³⁰ postawiono na restrukturyzację zadłużenia. Ostatecznie, do połowy lat 90. w wyniku przeprowadzonej restrukturyzacji zadłużenia banki zdecydowały się na renegocjację niemalże 90 proc. długów, pozostałą część natomiast sprzedały bądź wystąpiły o upadłość dłużników. Dominującą formą omawianej restrukturyzacji było bankowe postępowanie ugodowe³¹. Przeprowadzone w omawianym okresie oddłużanie przedsiębiorstw przyczyniło się w sposób istotny do poprawy ich sytuacji finansowej.

W przeprowadzonej analizie zwracano uwagę na fakt, iż przedsiębiorstwa prywatne były bardziej zadłużone i ich zadłużenie rosło szybciej niż w przypadku firm sektora publicznego³². Kilka z przyczyn takiego stanu rzeczy zostało już wcześniej omówionych. Chodzi tutaj m.in. o likwidację nierentownych i niemożliwych do restrukturyzacji przedsiębiorstw państwowych w ramach procesu prywatyzacji, wobec czego część „złych kredytów” została wyeliminowana z sektora publicznego. Poza tym jak wskazano, większe zadłużenie przedsiębiorstw prywatnych było częściowo wynikiem nieumiejętnego badania przez banki zdolności kredytowej firm prywatnych o niedługiej historii działania. Kolejna

²⁸ Należy też zaznaczyć, iż na płacone nieterminowo zobowiązania handlowe często też „przymykali oczy” dostawcy, mając nadzieję na utrzymanie dobrych stosunków handlowych i dalszej współpracy.

²⁹ W 1994 r. nałożono na banki obowiązek tworzenia rezerw na tzw. zagrożone należności (złe długi przedsiębiorstw) w wysokości nawet do 100 proc. wartości kredytu (powiększonego o należne odsetki), w związku z czym banki stały się bardziej ostrożne w udzielaniu kredytów.

³⁰ Oraz zagrożenia stabilności systemu bankowego.

³¹ Często wierzyciele mniejszościowi (którzy nie mieli dużego wpływu na warunki zawieranej umowy) sprzeciwiali się zbyt głębokiej redukcji zadłużenia wobec firm, wydłużaniu okresu spłaty, kwestionowali niekiedy kwotę zadłużenia.

³² Konieczne jest jednak podkreślenie, iż zadłużenie w stosunku do przychodów i do należności było wyższe w przypadku przedsiębiorstw sektora publicznego niż prywatnego. Więcej na ten temat patrz np. [Koszty spowolnienia..., 2004].

przyczyna, to wysoki poziom oprocentowania kredytów, co niekorzystnie odbiło się na najbardziej zadłużonych przedsiębiorstwach (w tym licznych z sektora prywatnego). Do tej pory nie wspomniano jednak o bardzo ważnej przyczynie, którą można tłumaczyć większym zadłużeniem firm prywatnych – pomocy publicznej. Otóż w latach 90. XX w., jak też na początku XXI w. przedsiębiorstwa państwowe były największymi beneficjentami pomocy publicznej³³, udzielanej w różnych formach (więcej na ten temat patrz: [Górzyński, 2004].

Podsumowując, podjęta analiza w zakresie finansowania firm w Polsce w latach 1992-2006 ukazała pewne prawidłowości. Najważniejsze z nich zestawione zostały w kolejnej tablicy.

Tablica 5

Finansowanie firm w Polsce w latach 1992-2005 – główne spostrzeżenia

| Obszar badawczy | Spostrzeżenia |
|---|---|
| <i>Dynamika zmian kapitałów własnych i obcych</i> (por. tablica nr 1) | <ul style="list-style-type: none"> Rokrocznie do 2001 r. kapitał obcy firm przyrastał szybciej, niż kapitał własny. W pierwszych badanych latach różnica w dynamice omawianych wielkości wynosiła nawet 30-40 punktów procentowych na rzecz zadłużenia |
| <i>Struktura pasywów firm z udziałem firm sektora publicznego i prywatnego</i> (por. aneks nr 2) | <ul style="list-style-type: none"> Zmniejszający się udział pasywów przedsiębiorstw sektora publicznego w pasywach wszystkich firm |
| <i>Struktura finansowania przedsiębiorstw</i> (por. tablica nr 2) | <ul style="list-style-type: none"> Spadający udział kapitałów własnych oraz rosnący udział zadłużenia w strukturze finansowania wszystkich firm (zarówno sektora prywatnego, jak również publicznego) Firmy sektora prywatnego w badanym okresie były bardziej zadłużone niż firmy sektora publicznego (tj. udział zadłużenia w strukturze finansowania był wyższy w przypadku firm prywatnych) |
| <i>Struktura kapitałów obcych firm</i> (por. tablice nr 3 i 4) | <ul style="list-style-type: none"> Wzrost udziału kredytów i pożyczek w kapitale obcym (większy w przypadku sektora prywatnego) Wysoki udział zobowiązań wobec dostawców w kapitale obcym (wyższy również dla przedsiębiorstw sektora prywatnego) |

Źródło: opracowanie własne

Celem artykułu było zbadanie, czy doświadczenia funkcjonujących w Polsce (w latach 1992-2005) przedsiębiorstw w zakresie doboru źródeł finansowania ich działalności bieżącej i inwestycyjnej można odnieść do omówionych w artykule głównych teorii finansowania firm, jak również badań międzynarodowych. Otóż na pierwszy rzut oka, zwracając uwagę na strukturę finansowania firm oraz

³³ Firmy należące do państwa mają możliwość wywierania większego wpływu na organy administracji państwowej w celu otrzymywania pomocy publicznej, ponieważ posiadają istotne wsparcie polityczne, operują w sektorach uważanych za sektory strategiczne lub infrastrukturalne (które w niewielkim stopniu zostały sprywatyzowane) oraz stawiają sobie inne cele niż optymalizacja działania firmy w długim okresie (np. utrzymanie zatrudnienia na niezmiennym poziomie).

przyrost poszczególnych składników kapitałów przedsiębiorstw mogłoby się wydawać, iż teorie te znajdują potwierdzenie w przypadku polskich przedsiębiorstw. Otrzymane wyniki zbieżne są również z przedstawionymi w artykule wynikami badań przeprowadzonych na próbie kilkudziesięciu krajów świata.

Niemniej jednak podjęta w artykule bardziej szczegółowa analiza omawianego zagadnienia prowadzi do wniosku, iż dobór przez działające w latach 90. XX w. przedsiębiorstwa określonych źródeł finansowania był w większym stopniu rezultatem specyficznych warunków funkcjonowania firm, będących z kolei konsekwencją zmian transformacyjnych w gospodarce.

Istnieje prawdopodobieństwo, iż wspomniane teorie mogłyby znaleźć potwierdzenie w przypadku działających obecnie prywatnych przedsiębiorstw. Jak wcześniej wskazano, warunki działania przedsiębiorstw sektora publicznego i prywatnego nie są jednakowe, chociażby ze względu na pomoc publiczną, której beneficjentami są w dużej mierze przedsiębiorstwa państwowe. Jak wskazują na to liczne badania, proces podejmowania decyzji w przedsiębiorstwach państwowych również często odbiega od standardów rynkowych, w związku z czym z kolejnego badania nad naturą finansowania przedsiębiorstw polskich konieczne byłoby wykluczenie sektora publicznego.

Bibliografia

- Bień W., [2001], *Rynek papierów wartościowych*, Wyd. DIFIN, Warszawa.
- Demirguc-Kunt A., Maksimovic V., [1995], *Stock Market Development and Firm Financing Choices*, The World Bank, Working Paper.
- Domowitz I., Glen J., Madhavan A., [2000], *International Evidence on Aggregate Corporate Financing Decisions*. *International Finance Corporation*, The World Bank Working Paper.
- Donaldson G., [1961], *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Harvard Graduate School of Business Administration, Boston, Working Paper.
- Duliniec A., [1998], *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Eiteman D., Stonehill A., Moffett M., [1998], *Multinational Business Finance*, Addison-Wesley Publishing Company, New York.
- Fedorowicz Z., [1997], *Finanse przedsiębiorstwa*, Wyd. Poltext, Warszawa.
- Finanse przedsiębiorstwa*, [2000], (red.) L. Szyszko, Wyd. PWE, Warszawa.
- Glen J., Pinto B., [1994], *Debt or Equity? How Firms in Developing Countries Choose?*, International Finance Corporation, „discussion paper”, nr 22.
- Górzynski M., [2004], *Pomoc publiczna a własność państwowa*, [w:] *Koszty spowolnienia prywatyzacji*, (red.) B. Błaszczak, „Zeszyty BRE-CASE” nr 70.
- Harris M., Raviv A., [1991], *The Theory of Capital Structure*, „The Journal of Finance”, Vol. XLVI, nr 1.
- Ickiewicz I., [1996], *Pozyskiwanie i struktura kapitału a długookresowe cele przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Ickiewicz J., [1996], *Strategia finansowania przedsiębiorstwa*, Wyd. Poltext, Warszawa.
- Jensen M., Meckling W., [1976], *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, nr 3.
- Jerzemowska M., [1999], *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

- Johnson H., [2000], *Koszt kapitału*, Wyd. K.E. Liber, Warszawa.
- Koszty spowolnienia prywatyzacji*, [2004], (red.) B. Błaszczuk, „Zeszyty BRE-CASE” nr 70.
- Krzyżkiewicz Z., [1997], *Podręcznik do nauki bankowości*, Wyd. Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa.
- Kwiatkowski P., [1998], *Project finance – metoda finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych*, „Bank i Kredyt”, nr 1-2.
- Machała R., [21.11.1996], *Zarządzanie finansami firmy – praktyka i teoria dla dyrektora finansowego*, Nowa Europa.
- Marzec A., [1999], *Wpływ procesów transformacji na efektywność ekonomiczną przedsiębiorstw*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Modigliani F., Miller M., [1958], *The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment*, „American Economic Review”, Vol. 48, nr 3.
- Modigliani F., Miller M., [1963], *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, „American Economic Review”, Vol. 53, nr 3.
- Mourgues N., [1996], *Capitaux propres et Quasi-Fonds propres*, Wydawnictwo Economica, Paris.
- Myers S., [1984], *The Capital Structure Puzzle*, „The Journal of Finance”, Vol. XXXIX, nr 3.
- Nasiłowski M., [1995], *Transformacja systemowa w Polsce*, Wyd. Key Text, Warszawa.
- Ostaszewski J., [2000], *Źródła pozyskiwania kapitału przez spółkę akcyjną*, Wyd. DIFIN, Warszawa.
- Pastor L., Stambaugh R., [1999], *Cost of Equity Capital and Model Mispricing*, „The Journal of Finance”, Vol. LIV, nr 1.
- Pazio W., [1994], *Jak gospodarować finansami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Polityka gospodarcza okresu transformacji*, [1995], (red.) M. Dąbrowski, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Przedsiębiorstwa w procesie transformacji*, [1997], (red.) J. Mujżel, Wyd. Poltext, Warszawa.
- Rajan R., Zingales L., [1995], *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*, „The Journal of Finance”, Vol. L, nr 5.
- Sierpińska M., Jachna T., [1996], *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Singh A., Hamid J., [1991], *Corporate Financial Structures in Developing Countries. International Finance Corporation*, The World Bank Technical Paper, nr 1.
- Szczepankowski P., [1999], *Finanse przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa.
- Titman S., Wessels R., [1988], *The Determinants of Capital Structure Choice*, „The Journal of Finance”, Vol. XLIII, nr 1.

Aneks 1. Źródła finansowania przedsiębiorstw w Polsce w latach 1992-2005 (w mln zł)

| Rok | Kapitały własne | Dynamika (rok n - 1 = 100) | Kapitały obce | Dynamika (rok n - 1 = 100) | Pasywa ogółem* | Dynamika (rok n - 1 = 100) | Inflacja (rok n - 1 = 100) | Dynamika PKB (rok n - 1 = 100) |
|-----------------------------------|-----------------|----------------------------|---------------|----------------------------|----------------|----------------------------|----------------------------|--------------------------------|
| PODMIOTY GOSPODARCZE RAZEM | | | | | | | | |
| 1992 | 122 752 | – | 83 103 | – | 205 855 | – | 143 | 101 |
| 1993 | 126 653 | 103 | 114 367 | 138 | 241 020 | 117 | 135 | 104 |
| 1994 | 135 157 | 107 | 126 687 | 111 | 261 844 | 109 | 132 | 105 |
| 1996 | 329 481 | ** | 201 527 | ** | 531 007 | ** | 120 | 106 |
| 1997 | 359 002 | 109 | 281 083 | 139 | 640 086 | 121 | 115 | 107 |
| 1998 | 388 772 | 108 | 352 572 | 125 | 741 344 | 116 | 112 | 105 |
| 1999 | 390 735 | 101 | 419 519 | 119 | 810 254 | 109 | 107 | 104 |
| 2000 | 417 046 | 107 | 469 984 | 112 | 887 030 | 109 | 110 | 104 |
| 2001 | 423 969 | 102 | 498 751 | 106 | 922 720 | 104 | 106 | 101 |
| 2002 | 470 385 | 111 | 513 172 | 103 | 983 556 | 107 | 102 | 101 |
| 2003 | 519 769 | 110 | 550 718 | 107 | 1 070 487 | 109 | 101 | 104 |
| 2004 | 601 535 | 116 | 528 347 | 96 | 1 129 882 | 106 | 104 | 105 |
| 2005 | 674 823 | 112 | 544 914 | 103 | 1 219 737 | 108 | 102 | 103 |
| Przedsiębiorstwa publiczne | | | | | | | | |
| 1992 | 86 095 | – | 52 611 | – | 138 706 | – | 143 | 101 |
| 1993 | 82 453 | 96 | 66 101 | 126 | 148 554 | 107 | 135 | 104 |
| 1994 | 83 276 | 101 | 67 988 | 103 | 151 264 | 102 | 132 | 105 |
| 1996 | 188 704 | ** | 88 194 | ** | 276 899 | ** | 120 | 106 |
| 1997 | 179 056 | 95 | 96 988 | 110 | 276 044 | 100 | 115 | 107 |
| 1998 | 174 973 | 98 | 113 257 | 117 | 288 230 | 104 | 112 | 105 |
| 1999 | 166 705 | 95 | 129 139 | 114 | 295 844 | 103 | 107 | 104 |
| 2000 | 162 035 | 97 | 136 587 | 106 | 298 622 | 101 | 110 | 104 |
| 2001 | 135 935 | 84 | 133 641 | 98 | 269 576 | 90 | 106 | 101 |
| 2002 | 142 271 | 105 | 135 964 | 102 | 278 235 | 103 | 102 | 101 |
| 2003 | 160 430 | 113 | 121 758 | 90 | 282 188 | 101 | 101 | 104 |
| 2004 | 172 268 | 107 | 112 844 | 93 | 285 111 | 101 | 104 | 105 |
| 2005 | 191 422 | 111 | 103 004 | 91 | 294 426 | 103 | 102 | 103 |
| Przedsiębiorstwa prywatne | | | | | | | | |
| 1992 | 36 656 | – | 30 492 | – | 67 148 | – | 143 | 101 |
| 1993 | 44 199 | 121 | 48 266 | 158 | 92 465 | 138 | 135 | 104 |
| 1994 | 51 881 | 117 | 58 699 | 122 | 110 580 | 120 | 132 | 105 |
| 1996 | 140 776 | ** | 113 332 | ** | 254 108 | ** | 120 | 106 |
| 1997 | 179 946 | 128 | 184 095 | 162 | 364 042 | 143 | 115 | 107 |
| 1998 | 213 798 | 119 | 239 315 | 130 | 453 113 | 123 | 112 | 105 |
| 1999 | 224 030 | 105 | 290 380 | 121 | 514 410 | 114 | 107 | 104 |

| Rok | Kapitały własne | Dynamika (rok n - 1 = 100) | Kapitały obce | Dynamika (rok n - 1 = 100) | Pasywa ogółem* | Dynamika (rok n - 1 = 100) | Inflacja (rok n - 1 = 100) | Dynamika PKB (rok n - 1 = 100) |
|------|-----------------|----------------------------|---------------|----------------------------|----------------|----------------------------|----------------------------|--------------------------------|
| 2000 | 255 011 | 114 | 333 397 | 115 | 588 408 | 114 | 110 | 104 |
| 2001 | 288 033 | 113 | 365 111 | 110 | 653 144 | 111 | 106 | 101 |
| 2002 | 328 114 | 114 | 377 208 | 103 | 705 322 | 108 | 102 | 101 |
| 2003 | 359 338 | 110 | 428 960 | 114 | 788 299 | 112 | 101 | 104 |
| 2004 | 429 267 | 119 | 415 504 | 97 | 844 771 | 107 | 104 | 105 |
| 2005 | 483 401 | 113 | 441 910 | 106 | 925 311 | 110 | 102 | 103 |

* Pasywa ogółem nie zawierają pozycji rezerw na zobowiązania oraz rozliczeń międzyokresowych.

** W GUS brak jest danych za 1995 r. stąd nie jest możliwe policzenie wskaźników dynamiki.

Źródło: Zestawienie i obliczenia własne na podstawie: *Bilansowe wyniki finansowe...*, op. cit.; inflacja i PKB – dane GUS

**Aneks 2. Udział firm sektora publicznego i prywatnego
w źródłach finansowania przedsiębiorstw w Polsce w latach 1992-2005
(w mln zł)**

| Rok | | Kapitały własne | Wskaźniki struktury | Kapitały obce | Wskaźniki struktury | Pasywa ogółem* | Wskaźniki struktury |
|------|---|-----------------|---------------------|----------------|---------------------|------------------|---------------------|
| 1992 | a | 122 752 | 1,00 | 83 103 | 1,00 | 205 855 | 1,00 |
| | b | 86 095 | 0,70 | 52 611 | 0,63 | 138 706 | 0,67 |
| | c | 36 656 | 0,30 | 30 492 | 0,37 | 67 148 | 0,33 |
| 1993 | a | 126 653 | 1,00 | 114 367 | 1,00 | 241 020 | 1,00 |
| | b | 82 453 | 0,65 | 66 101 | 0,58 | 148 554 | 0,62 |
| | c | 44 199 | 0,35 | 48 266 | 0,42 | 92 465 | 0,38 |
| 1994 | a | 135 157 | 1,00 | 126 687 | 1,00 | 261 844 | 1,00 |
| | b | 83 276 | 0,62 | 67 988 | 0,54 | 151 264 | 0,58 |
| | c | 51 881 | 0,38 | 58 699 | 0,46 | 110 580 | 0,42 |
| 1996 | a | 329 481 | 1,00 | 201 527 | 1,00 | 531 007 | 1,00 |
| | b | 188 704 | 0,57 | 88 194 | 0,44 | 276 899 | 0,52 |
| | c | 140 776 | 0,43 | 113 332 | 0,56 | 254 108 | 0,48 |
| 1997 | a | 359 002 | 1,00 | 281 083 | 1,00 | 640 086 | 1,00 |
| | b | 179 056 | 0,50 | 96 988 | 0,35 | 276 044 | 0,43 |
| | c | 179 946 | 0,50 | 184 095 | 0,65 | 364 042 | 0,57 |
| 1998 | a | 388 772 | 1,00 | 352 572 | 1,00 | 741 344 | 1,00 |
| | b | 174 973 | 0,45 | 113 257 | 0,32 | 288 230 | 0,39 |
| | c | 213 798 | 0,55 | 239 315 | 0,68 | 453 113 | 0,61 |
| 1999 | a | 390 735 | 1,00 | 419 519 | 1,00 | 810 254 | 1,00 |
| | b | 166 705 | 0,43 | 129 139 | 0,31 | 295 844 | 0,37 |
| | c | 224 030 | 0,57 | 290 380 | 0,69 | 514 410 | 0,63 |
| 2000 | a | 417 046 | 1,00 | 469 984 | 1,00 | 887 030 | 1,00 |
| | b | 162 035 | 0,39 | 136 587 | 0,29 | 298 622 | 0,34 |
| | c | 255 011 | 0,61 | 333 397 | 0,71 | 588 408 | 0,66 |
| 2001 | a | 423 969 | 1,00 | 498 751 | 1,00 | 922 720 | 1,00 |
| | b | 135 935 | 0,32 | 133 641 | 0,27 | 269 576 | 0,29 |
| | c | 288 033 | 0,68 | 365 111 | 0,73 | 653 144 | 0,71 |
| 2002 | a | 470 385 | 1,00 | 513 172 | 1,00 | 983 556 | 1,00 |
| | b | 142 271 | 0,30 | 135 964 | 0,26 | 278 235 | 0,28 |
| | c | 328 114 | 0,70 | 377 208 | 0,74 | 705 322 | 0,72 |
| 2003 | a | 519 769 | 1,00 | 550 718 | 1,00 | 1 070 487 | 1,00 |
| | b | 160 430 | 0,31 | 121 758 | 0,22 | 282 188 | 0,26 |
| | c | 359 338 | 0,69 | 428 960 | 0,78 | 788 299 | 0,74 |
| 2004 | a | 601 535 | 1,00 | 528 347 | 1,00 | 1 129 882 | 1,00 |
| | b | 172 268 | 0,29 | 112 844 | 0,21 | 285 111 | 0,25 |
| | c | 429 267 | 0,71 | 415 504 | 0,79 | 844 771 | 0,75 |
| 2005 | a | 674 823 | 1,00 | 544 914 | 1,00 | 1 219 737 | 1,00 |
| | b | 191 422 | 0,28 | 103 004 | 0,19 | 294 426 | 0,24 |
| | c | 483 401 | 0,72 | 441 910 | 0,81 | 925 311 | 0,76 |

* Pasywa ogółem nie zawierają pozycji rezerw na zobowiązania oraz rozliczeń międzyokresowych.
a – wszystkie przedsiębiorstwa; b – sektor publiczny; c – sektor prywatny.

Źródło: Zestawienie i obliczenia własne na podstawie: *Bilansowe wyniki finansowe...*, op. cit.

Aneks 3. Przekształcenia własnościowe w Polsce w latach 1991-2005 (narastająco)

| Stan na koniec roku | Metody prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych | | | | | | | | |
|---------------------|---|----------------------|-----------------|----------------------------------|-----------------|---------------------------|------------|-------------------------------------|------------|
| | Ogółem | komercjalizacja | | | | prywatyzacja bezpośrednia | | likwidacja z przyczyn ekonomicznych | |
| | | ogółem | | w tym udostępniono akcje/udziały | | rozpoczęto | zakończono | rozpoczęto | zakończono |
| | | z konwersją wierzyt. | pozostałe formy | Ogółem1) | w tym p. postr. | | | | |
| 1991 | 1.210 | 0 | 260 | 28 | 28 | 415 | 182 | 535 | 19 |
| 1992 | 2.029 | 0 | 480 | 51 | 51 | 696 | 484 | 853 | 105 |
| 1993 | 2.498 | 0 | 527 | 98 | 98 | 892 | 753 | 1.079 | 221 |
| 1994 | 2.985 | 0 | 723 | 134 | 134 | 1.023 | 937 | 1.239 | 333 |
| 1995 | 3.515 | 0 | 958 | 220 | 160 | 1.174 | 1.076 | 1.383 | 433 |
| 1996 | 3.927 | 0 | 1.076 | 787** | 184 | 1.371 | 1.280 | 1.480 | 565 |
| 1997 | 4.358 | 0 | 1.254 | 845 | 228 | 1.564 | 1.444 | 1.540 | 664 |
| 1998 | 4.655 | 8 | 1.364 | 886 | 244 | 1.699 | 1.589 | 1.584 | 734 |
| 1999 | 4.957 | 15 | 1.454 | 912 | 262 | 1.847 | 1.739 | 1.641 | 790 |
| 2000 | 5.216 | 16 | 1.490 | 938 | 283 | 2.012 | 1.891 | 1.698 | 836 |
| 2001 | 5.350 | 16 | 1.499 | 970 | 315 | 2.084 | 1.954 | 1.751 | 848 |
| 2002 | 5.450 | 17 | 1.510 | 992 | 336 | 2.128 | 2.021 | 1.795 | 885 |
| 2003 | 5.533 | 17 | 1.522 | 998 | 342 | 2.164 | 2.062 | 1.830 | 935 |
| 2004 | 5.631 | 17 | 1.562 | 1.008 | 352 | 2.216 | 2.119 | 1.853 | 990 |
| 2005 | 5.715 | 17 | 1.578 | 1.020 | 358 | 2.253 | 2.157 | 1.884 | 1.031 |

1) Dotyczy spółek prywatyzowanych pośrednio, przekształconych na podstawie Działu III ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, wniesionych do NFI oraz spółek, w których udostępniono akcje/udziały w ramach bankowego postępowania ugodowego (BPU)³⁴.

2) Liczba ta zawiera 512 przedsiębiorstw przekazanych NFI do stopniowej prywatyzacji.

Źródło: Dynamika przekształceń własnościowych nr 61 (grudzień 2005). Ministerstwo Skarbu Państwa, Warszawa 2006, s. 11

³⁴ Bankowe postępowanie ugodowe prowadzone jest w trybie ustawy z dnia 3 lutego 1993 roku o restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw i banków oraz zmianie niektórych ustaw. Dz.U. z 1993 r. nr 18, poz. 82, z późn. zm.

Aneks 4. Podstawowe dane makroekonomiczne w latach 1992-2005

| Rok | Stopa kedytu lombardowego na koniec roku | CIT | Inflacja (rok n - 1 = 100) | Dynamika PKB (rok n - 1 = 100) |
|------|--|-----|----------------------------|--------------------------------|
| 1992 | 37% | 40% | 143 | 101 |
| 1993 | 33% | 40% | 135 | 104 |
| 1994 | 31% | 40% | 132 | 105 |
| 1996 | 25% | 40% | 120 | 106 |
| 1997 | 27% | 38% | 115 | 107 |
| 1998 | 20% | 36% | 112 | 105 |
| 1999 | 20% | 34% | 107 | 104 |
| 2000 | 23% | 30% | 110 | 104 |
| 2001 | 16% | 28% | 106 | 101 |
| 2002 | 9% | 28% | 102 | 101 |
| 2003 | 7% | 27% | 101 | 104 |
| 2004 | 8% | 19% | 104 | 105 |
| 2005 | 6% | 19% | 102 | 103 |

Źródło: Dane NBP, MF, GUS

THE STRUCTURE OF FINANCING POLISH ENTERPRISES IN THE CONTEXT OF INTERNATIONAL RESEARCH

Summary

The author analyzes the structure of financing enterprises in Poland in 1992-2005. She looks at her findings through the lens of key business financing theories as well as data yielded by international research. In doing so, Nawrot aims to fill a gap in international research because most other researchers dealing with the subject focus on emerging markets in South America and Asia rather than Central and Eastern Europe.

The paper features a research method based on a detailed analysis of individual sources of financing in the analyzed period, taking into account changes in enterprises' ownership structures as well as changes in the choice of sources of funds in the context of the overall changes in the economy.

Nawrot's analyses reveal that changes in the structure of financing Polish enterprises – though consistent with international business financing theories and congruent with the results of analyses made for other emerging markets – largely stemmed from the specific conditions in which these companies operated in the analyzed period, following market-oriented reforms in the Polish economy.

Keywords: structure of financing, emerging markets, financing theories