

Adam Samborski

FINANSOWANIE PRZEDSIĘBIORSTW W WARUNKACH GOSPODARKI JAPŃSKIEJ

Uwagi wstępne

Druga połowa lat 70. oraz lata 80. w Japonii to lata niewysokiego, ale trwałego wzrostu gospodarczego, to deregulacja rynku finansowego i duże wahania cen aktywów (koniec lat 80.).

W drugiej połowie lat 70. nastąpiły strukturalne zmiany w obszarze finansowania przedsiębiorstw japońskich. Zmniejszyło się zapotrzebowanie ze strony dużych przedsiębiorstw¹ na finansowanie zewnętrzne. Spadło finansowanie bankowe i zaczęło powoli wzrastać zainteresowanie rynkiem kapitałowym. W okresie tym nastąpił spadek udziału kredytów bankowych w strukturze finansowania dużych przedsiębiorstw². Konsekwencją spadku zapotrzebowania na finansowanie bankowe ze strony dużych przedsiębiorstw, jak również zmniejszającej się marży stopy procentowej na rynku kredytowym, będącej po części skutkiem większej konkurencji o duże podmioty gospodarcze z rynkami kapitałowymi, była ekspansja banków japońskich na rynku małych i średnich przedsiębiorstw. Małe i średnie przedsiębiorstwa, mające ograniczony dostęp do rynków kapitałowych, znacznie zwiększyły w tym okresie udział kredytów w strukturze finansowania.

W drugiej połowie lat 80. istotny wpływ na finanse przedsiębiorstw wywarły zmiany cen aktywów. Lata te, to okres wzrostu cen akcji, utrzymywanie się niskich stóp procentowych, dalsza deregulacja i liberalizacja rynku finansowego.

¹ Duże przedsiębiorstwa to firmy z kapitałem akcyjnym 1 miliard jenów albo więcej, małe i średnie przedsiębiorstwa to firmy z kapitałem akcyjnym mniejszym niż 1 miliard jenów.

² Trend ten umocnił się w latach 80.

wego. Duże przedsiębiorstwa, banki, zdobyły w tym okresie duże ilości środków finansowych na rynku instrumentów udziałowych. Znaczna część funduszy uzyskanych na rynku papierów udziałowych została zainwestowana na rynku giełdowym; fundusze te inwestowano również w środki trwałe. Lata 80. to gwałtowny wzrost potencjału gospodarczego w wielu dużych przedsiębiorstwach oraz duży popyt na grunty inwestycyjne, a tym samym wzrost ich cen. Szczególnie aktywne na rynku gruntów inwestycyjnych były małe i średnie przedsiębiorstwa z sektora nieprodukcyjnego oraz przedsiębiorstwa profesjonalnie związane z rynkiem nieruchomości³. Większość środków inwestowanych w grunty pochodziła z kredytów bankowych. Było to korzystne zarówno dla banków, jak i przedsiębiorstw. Z jednej strony banki otrzymywały tytułem udzielonych kredytów bardzo dobre zabezpieczenie, z drugiej natomiast, w okresie niskich stóp procentowych kredyt był tanim źródłem finansowania.

Początek lat 90. przyniósł kolejne zmiany w sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Zaczęły spadać ceny akcji i gruntów. Spadki cen akcji ograniczyły zasadniczo dużym przedsiębiorstwom możliwości uzyskiwania funduszy na rynku papierów udziałowych. Spadki cen gruntów z jednej strony pogorszyły sytuację małych i średnich przedsiębiorstw, które kupowały grunty głównie ze środków pożyczonych, z drugiej – znacząco wpłynęły na sytuację banków, które w praktyce pozostawały bardzo często z gruntami, których nikt nie chciał kupić. Lata 90. w Japonii to nie tylko pęknięcie „bąbla spekulacyjnego”, ale i szereg reform, które zmieniły strukturę finansową tego kraju. W okresie tym wiele uwagi poświęcono ujemnym stronom japońskiego systemu finansowego (nieściągłość kredytów w systemie bankowym, spadające ceny akcji, niski poziom zyskowności w przedsiębiorstwach, niski rating japońskich papierów wartościowych). Niemniej jednak, jak zauważył Allen i Gale, „[...] w każdym kraju można dostrzec, iż niepowodzenia rynku ukształtowały rozwój systemów finansowych”. Doświadczenia kryzysu finansowego lat 1997-1998 wymusiły zmiany w strukturze finansowej Japonii. Reformy przeprowadzone w latach 90. w obszarze rynku finansowego to nie tylko sama deregulacja, powiększająca wydajność rynku, ale zmiany polegające na poprawie infrastruktury rynku, zmiany praktyk handlowych i systemów rozliczeniowych. Konsekwencją „Big Bang” połowy lat 90. była tak poprawa systemu finansowego, jak i stworzenie infrastruktury rynkowej przyjaznej użytkownikom. W latach 90. w obszarze finansowania przedsię-

³ Podczas tzw. „okresu inflacji aktywów” w późnych latach 80., duże przedsiębiorstwa często zakładały przedsiębiorstwa zależne czy oddziały, które w imieniu dużych przedsiębiorstw inwestowały w grunty. W niniejszych rozważaniach te przedsiębiorstwa zależne i oddziały są włączone do kategorii małych i średnich przedsiębiorstw. Kredyty bankowe tych przedsiębiorstw były gwarantowane przez przedsiębiorstwa, które je zakładały. Stąd też negatywny wpływ spadku cen gruntów należy rozpatrywać przez pryzmat danych skonsolidowanych.

biorstw wzrosło znaczenie finansowania dłużnego poprzez rynek (obligacje, bony komercyjne)⁴.

1. Sytuacja finansowa przedsiębiorstw japońskich

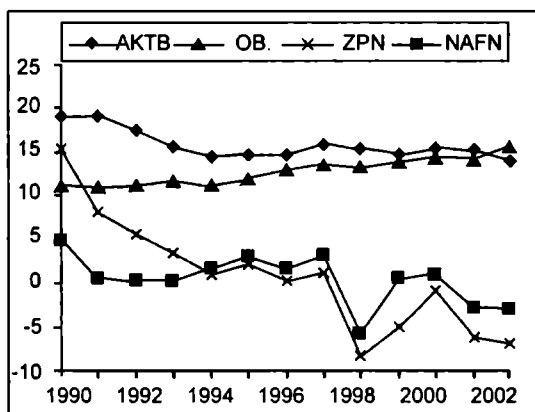
W następstwie „pęknięcia bańki spekulacyjnej” na początku lat 90. sektor przedsiębiorstw wkroczył w okres znaczących regulacji. Sektor doświadczył ważnych zmian, włączając w to „Big Bang” – reformy finansowe zapoczątkowane w 1996 r., kryzys finansowy 1998/99, dekadę gospodarczego załamania, kontynuację deflacji. Reakcją przedsiębiorstw na spadek cen aktywów i gospodarcze spowolnienie były podjęte działania na rzecz umocnienia ich zyskowności, m.in. przez naprawę struktury bilansów i konsolidację operacji. Jednak pomimo postępu, w wielu obszarach można zauważyć, iż restrukturyzacja sektora przedsiębiorstw przebiega powoli. Sektor ten ciągle cechuje wysoki poziom dźwigni finansowej, niska zyskowność, a ilość bankructw i stopa bezrobocia osiągnęły historyczny poziom. Słabość sektora przedsiębiorstw wpłynęła ponadto na kondycję całego sektora finansowego, pogarszając jakość jego aktywów i w znacznym stopniu przyczyniła się do spadku jego rentowności.

Niemniej jednak lata 90. w japońskim sektorze przedsiębiorstw to lata oszczędności. W latach 1990-2002 poziom akumulacji kapitału trwałego brutto spadł z 19,2% PKB do 14% PKB. W okresie tym znacząco obniżono poziom inwestycji finansowych netto z 5% PKB do -2,9% PKB. Lata 90. to również lata obniżki jednostkowego kosztu pracy. W konsekwencji tych działań w latach 1990-2002 znacząco wzrosły oszczędności brutto przedsiębiorstw, mierzone udziałem w PKB, z 11,2% do 15,7%. Spadł również poziom finansowania ze wewnętrznego netto z 15,5% PKB w 1990 r. do 7% PKB w 2002 r.

Przedsiębiorstwa japońskie włożyły dużo wysiłku i wykazały się konsekwencją w obniżaniu poziomu dźwigni finansowej. Poziom zadłużenia kapitałów własnych systematycznie spada od późnych lat 70. Wskaźnik relacji zobowiązań do kapitałów własnych spadł z 287% w 1975 r. do 155% w 2002 r. Wyraźny spadek zadłużenia można zaobserwować w późnych latach 90. Jednak poziom dźwigni finansowej w japońskich przedsiębiorstwach w porównaniu z innymi uprzemysłowionymi krajami ciągle pozostaje wysoki. I tak np. poziom zadłużenia przedsiębiorstw w 2002 r. wyniósł: niemieckich – 80%, brytyjskich –

⁴ Changes in the Corporate Balance-Sheet Structure since 1980 in Japan. Bank of Japan Research Papers. Quarterly Bulletin. November 1996. www.boj.or.jp; The Japanese Banking Crises of the 1990s. Sources and Lessons. IMF Working Paper. January 2000. WP/00/7. s. 5-8. www.imf.org; Naohiko Baba. Kenji Nishizaki. Yasunari Inamura. Tokiko Shimizu: Changes in Japan's Financial Structure since the Later Half of the 1990s: The Supply of Risk and Major Market Reforms. „Market Review” 2002. January. www.boj.or.jp; Tomoo Tasaku: Corporate Revitalization in Japan. Economic and Social Research Institute. s. 1-4. www.esri.go.jp; J.A. Chan-Lau: Corporate Restructuring in Japan: An Event-Study Analysis. IMF Working Paper. December 2001, WP/01/202. 2-5. www.imf.org

45%, amerykańskich – 70%. Inny wskaźnik dźwigni finansowej, wskaźnik pokrycia długu przychodami ze sprzedaży, będący mniej podatny na opóźnienia w szacowaniu wartości aktywów, pokazuje, iż dźwignia finansowa osiągnęła górną granicę w 1993 r. i od tego czasu powoli spada.



AKTB – akumulacja kapitału trwałego brutto.

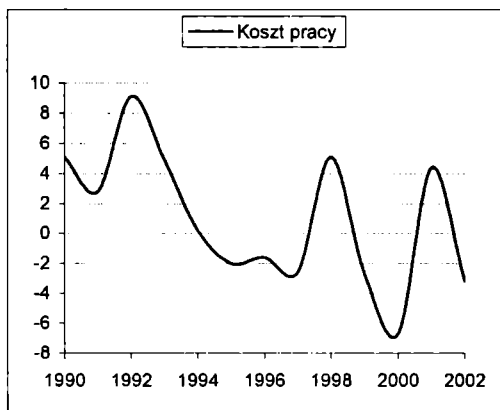
OB – oszczędności brutto.

ZPN – zaciągnięte pasywa netto.

NAFN – nabyte aktywa finansowe netto.

Rys. 1. Inwestycje i finansowanie przedsiębiorstw⁵ (% PKB)

Źródło: European Central Bank Statistics. www.ecb.int



Rys. 2. Jednostkowy koszt pracy – roczne zmiany %

Źródło: Ibid.

⁵ Oszczędności – oszczędności brutto. Pojęciu oszczędności brutto w dużym stopniu odpowiada suma niepodzielonych zysków i odpisów amortyzacyjnych. Inwestycje – inwestycje rzeczowe i inwestycje finansowe. Inwestycje rzeczowe to tworzenie (akumulacja) kapitału brutto i nabytki netto nieprodukcyjnych niefinansowych aktywów. Inwestycje finansowe to np. depozyty, papiery dłużne, akcje.

Nominalnie zadłużenie przedsiębiorstw między 1995 a 2002 r. spadło około 10%. Uwzględniając jednak to, iż gospodarka japońska jest gospodarką deflacyjną, realnie zadłużenie przedsiębiorstw niewiele spadło. W 1995 r. udział długu w PKB wyniósł 116% a w 2002 r. – 102%, osiągając poziom z 1989 r., tj. poziom sprzed „pęknięcia bąbla spekulacyjnego”.

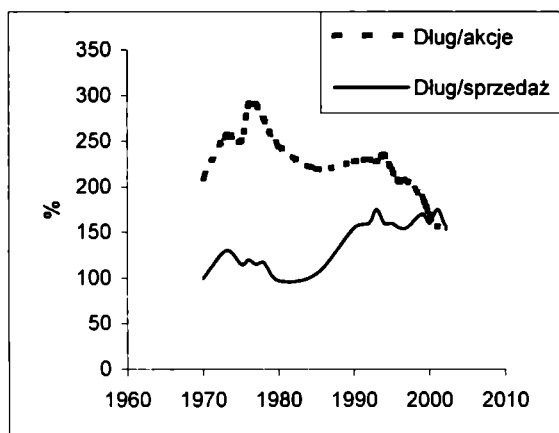
Tabela 1

Wskaźniki finansowe sektora przedsiębiorstw

	Japonia					USA	Kanada	Niemcy	UK
	1990	1995	2000	2001	2002	2002	2002	2001	2002
Wskaźnik relacji zobowiązań do kapitałów własnych ⁶	228	219	169	157	155	70	45	80	45
Wskaźnik pokrycia odsetek ⁷	1,6	1,8	3,5	3,1	3,4	2,8	3,9		
Koszt odsetek/dług ⁸	6,6	3,6	2,3	2,2	2,0	6,8	7,7		
ROA ⁹	4,9	3,0	3,4	2,9	2,8	4,8	6,7		11,3
ROE ¹⁰	18,5	10,6	12,4	10,2	10,2	11,5	10,7		

Wskaźnik relacji zobowiązań do kapitałów własnych = zobowiązania/kapitały własne; wskaźnik pokrycia odsetek = zysk operacyjny/koszt odsetek; ROA = zysk operacyjny/aktywa ogółem; ROE = zysk bieżący/kapitał własny.

Źródło: Japan: Selected Issue. IMF Country Report, NO 03/282. September 2003, s. 4, www.imf.org



Dług/akcje – wskaźnik relacji zobowiązań do kapitałów własnych.

Rys. 3. Poziom finansowania długiem w przedsiębiorstwach japońskich

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Japan: Selected Issue. IMF Country Report, NO 03/282, September 2003, s. 4, www.imf.org

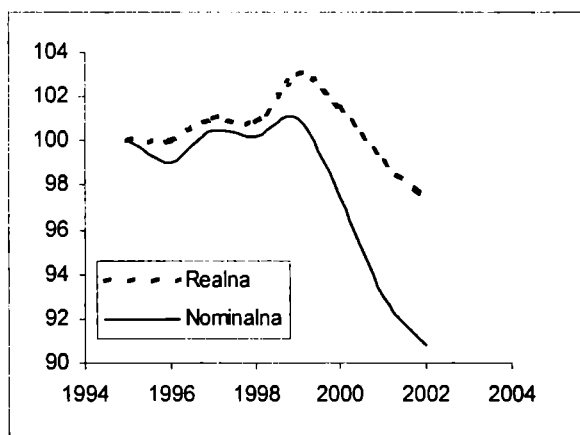
⁶ Debt-equity ratio.

⁷ Interest coverage ratio = operating profits interest expense.

⁸ Interest expense debt.

⁹ ROA = operating profits total assets.

¹⁰ ROE = current profits shareholder equity.



Rys. 4. Nominalny i realny poziom zadłużenia przedsiębiorstw japońskich (1995 = 100, PKB – deflator bazowy)

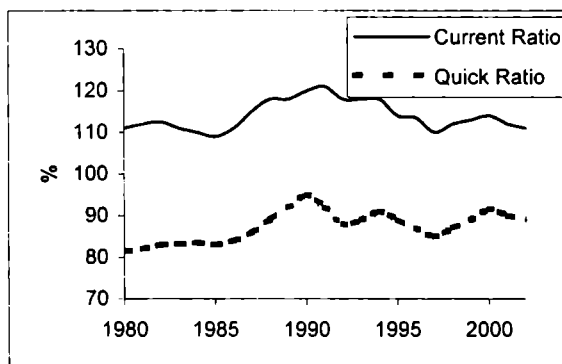
Źródło: Ibid.

Pełna ocena sytuacji finansowej przedsiębiorstw japońskich wymaga jednak dokonania analizy powiązań składników aktywów obrotowych ze zobowiązaniami wymagalnymi. Obliczone w ten sposób wskaźniki płynności pozwolą na wyrażenie opinii o stopniu wypłacalności przedsiębiorstw, inaczej mówiąc o zdolności przedsiębiorstw do terminowego regulowania bieżących zobowiązań. W analizach uwzględniono wskaźnik ogólnej płynności (*current ratio*)¹¹ i wskaźnik szybkiej płynności¹² (*quick ratio*). Wskaźnik ogólnej płynności (aktywa obrotowe/zobowiązania bieżące), będący podstawowym miernikiem zdolności przedsiębiorstw do spłacenia wszystkich zobowiązań bieżących przez upłynienie posiadanych zasobów majątku obrotowego, kształtował się w latach 1980-2002 powyżej 100%. Jako optymalny poziom wskaźnika, dający realne zapewnienie spłaty zobowiązań, literatura podaje 150-200%, a obniżenie wskaźnika poniżej 120% jest traktowane jako wyraźne zagrożenie bezpieczeństwa finansowego firmy. Teoretycznie im wyższy jest ten wskaźnik, tym korzystniej należy oceniać stopień wypłacalności przedsiębiorstwa. Jednak zbyt wysoki jego poziom może wskazywać na niedostatecznie efektywne wykorzystanie wolnych zasobów majątkowych. Wskaźnik szybkiej płynności (aktywa obrotowe nie uwzględniają zapasów), będący miarą możliwości spłaty zobowiązań przedsiębiorstw na podstawie łatwiej dostępnych do rozliczeń finansowych składników majątku obrotowego, kształtował się w latach 1980-2002 powyżej 80%. Po 1997 r. wskaźnik szybkiej płynności zaczął wzrastać, czego przyczyną należałoby upatrywać w stabilnym poziomie gotówki i depozytów przy jednoczesnym spadku poziomu posiadanych zapasów i papierów wartościowych.

¹¹ *Current ratio* = *current assets* / *current liabilities*.

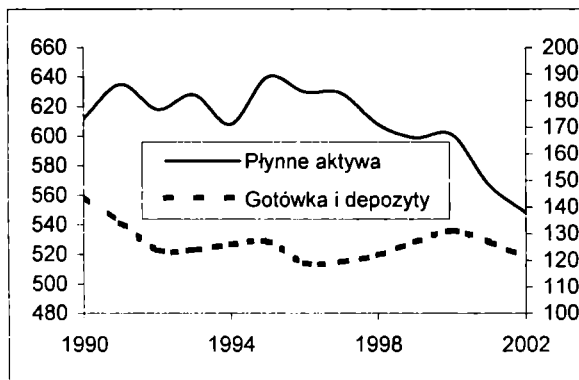
¹² *Quick ratio* = (*current assets* - *inventories*) / *current liabilities*.

Spadek poziomu posiadanych papierów wartościowych jest w części konsekwencją wzrostu popularności pakietów wzajemnych akcji (*cross-shareholdings*). Ponadto udział zobowiązań krótkoterminowych w zobowiązaniach ogółem spadł z 46% w 1990 r. do 38% w 2002 r.¹³. Literatura podaje, że wskaźnik ten powinien kształtować się na poziomie co najmniej jedności, gdyż w zasadzie jedynie wówczas potwierdza on możliwość pokrycia przez przedsiębiorstwo wymagalnych zobowiązań. Jednak w praktyce faktyczna zdolność płatnicza zależy może od warunków, a głównie terminów rozliczeń należności i zobowiązań. Krótki termin płatności należności przy stosunkowo dłuższym terminie płatności zobowiązań nie stwarza zagrożenia dla przedsiębiorstwa, nawet przy niższym poziomie wskaźnika.



Rys. 5. Wskaźniki płynności przedsiębiorstw japońskich w latach 1980-2002

Źródło: Ibid.



Płynne aktywa oś lewa. Gotówka i depozyty oś prawa.

Rys. 6. Wartość płynnych aktywów, gotówki i depozytów w przedsiębiorstwach japońskich (miliardy jenów)

Źródło: Ibid.

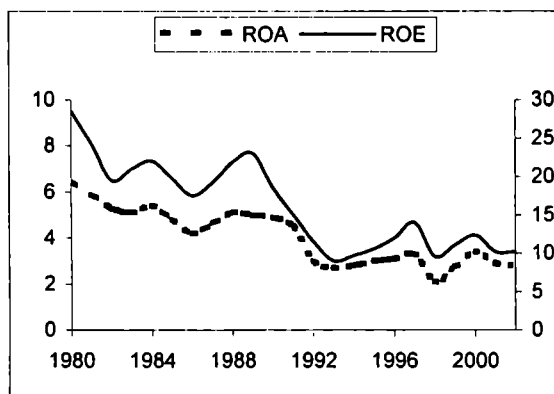
¹³ Wraz ze spłaszczaniem *yield curve* przedsiębiorstwa doszły do wniosku, iż mniej kosztowne jest wydłużenie okresu zapadalności struktury długu.

Pomimo poprawy struktury bilansu, rentowność całego sektora przedsiębiorstw pozostaje słaba. Zwrot tak z aktywów, jak i z kapitałów własnych pozostaje w trendzie spadkowym od 1980 r. Obliczona na podstawie wyników operacyjnych stopa zwrotu z aktywów (ROA) utrzymuje się na niskim poziomie od 1993 r. Porównując wielkości ROA przedsiębiorstw japońskich z wielkością ROA przedsiębiorstw z innych uprzemysłowionych krajów, należy stwierdzić, iż wskaźnik ten ukształtował się na dużo niższym poziomie. I tak, dla 2002 r. w Japonii ROA wyniósł 2,8%, w USA – 4,8%, w Kanadzie – 6,7%, a w Wielkiej Brytanii – 11,3%. Również poziom stopy zwrotu z kapitałów własnych od 1993 r. utrzymuje się na bardzo niskim poziomie. Należy podkreślić, iż tak duży spadek w stopach zwrotu w sektorze przedsiębiorstw jest świadectwem braku zdolności przywrócenia rentowności przedsiębiorstwom z początku lat 80., w czym należy upatrywać źródeł słabości gospodarki japońskiej.

Wskaźnik rentowności majątku charakteryzuje się dużym stopniem syntezy i stwarza możliwość różnokierunkowego badania dedukcyjnego. W przypadku przedsiębiorstw japońskich szczególnie istotna wydaje się być analiza przyczynowa tego wskaźnika zmierzająca do wyodrębnienia wpływu marży zysku i rotacji aktywów na zmiany jego poziomu. W tym celu wyodrębniono w kalkulacji wskaźnika rentowności majątku netto dwa składniki, a mianowicie: marżę zysku¹⁴ (zysk netto/wpływy z działalności podstawowej) i rotację aktywów¹⁵ (wpływy z działalności podstawowej/aktywa ogółem). Marża zysku, będąca miarą zyskowności sprzedaży, od 1980 r. utrzymuje się na podobnym poziomie, natomiast rotacja aktywów, będąca miarą umiejętności korzystania przez przedsiębiorstwo z aktywów w celu osiągnięcia pieniężnego przychodu ze sprzedaży, od 1980 r. ma tendencję spadkową, co świadczy o tym, że znacząca część aktywów jest niewykorzystywana w procesie produkcyjnym. Na spadek wskaźnika rentowności majątku duży wpływ miał spadek wskaźnika rotacji aktywów. Spadek poziomu rentowności jest więc w części konsekwencją wysokiego poziomu nadwyżki mocy wytwórczych sektora przedsiębiorstw w Japonii.

¹⁴ Profit margin = net income operating revenue.

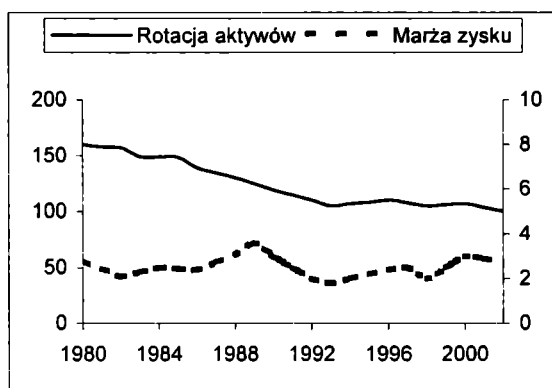
¹⁵ Asset turnover = operating revenue total assets.



ROA oś lewa, ROE oś prawa.

Rys. 7. Wskaźniki rentowności w latach 1980-2002 (%)

Źródło: Ibid.



Rotacja aktywów oś lewa, marża zysku oś prawa.

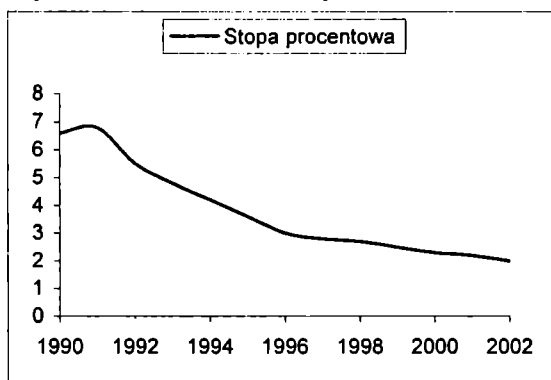
Rys. 8. Rotacja aktywów i marża zysku w latach 1980-2002 (%)

Źródło: Ibid.

Spadkowi rentowności w sektorze przedsiębiorstw towarzyszył spadek rynkowych stóp procentowych, co umożliwiło wielu przedsiębiorstwom, pomimo gorszych efektów ekonomicznych, na bieżąco regulować swoje zobowiązania. Średnia stopa procentowa w sektorze przedsiębiorstw spadła z 6,8% w 1991 r. do 2% w 2002 r. Wskaźnik pokrycia odsetek, mierzący efektywność nakładów związanych z zaciągniętymi zobowiązaniami, określający wielokrotność efektów finansowych w stosunku do opłaconych odsetek, wzrósł z 1,6 w 1990 r. do 3,4 w 2002 r. Wskaźnik pokrycia obsługi zadłużenia¹⁶, będący miarą zdolności przedsiębior-

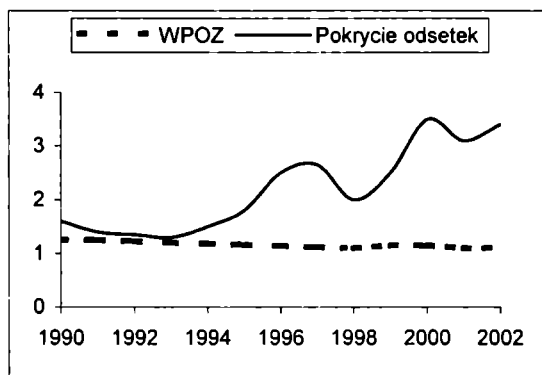
¹⁶ W opracowaniu, z którego korzystano, nie podano wzoru, według którego obliczono wskaźnik pokrycia obsługi zadłużenia. W praktyce gospodarczej często wykorzystuje się następującą formułę: $Debt\ service\ coverage\ ratio = (EBIT + 1/3\ Rentals) / [Interest\ expense + 1/3\ Rentals + (Principal\ repayments)/(1 - Tax\ rate)]$.

stwa do regulowania płatności z tytułu zaciągniętych zobowiązań, utrzymywał się w latach 90. powyżej 1. Świadczyć to może o tym, że sektor przedsiębiorstw traktowany całościowo dysponuje wystarczającymi zasobami, pozwalającymi na bieżąco regulować płatności odsetkowe i kapitałowe¹⁷.



Rys. 9. Oprocentowanie zobowiązań przedsiębiorstw w latach 1990-2002 (%)

Źródło: Ibid.



WPOZ – wskaźnik pokrycia obsługi zadłużenia.

Rys. 10. Zdolność do obsługi zadłużenia w przedsiębiorstwach w latach 1990-2002 (%)

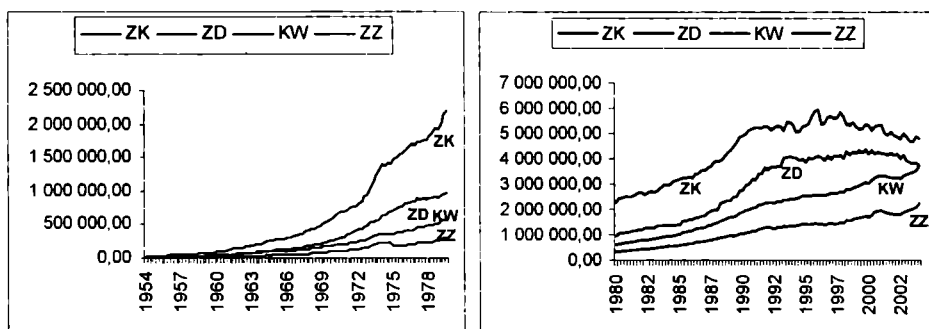
Źródło: Ibid.

¹⁷ Japan: Selected Issue. IMF Country Report. NO 03/282. September 2003, s. 3-7. www.imf.org; L. Bednarski: Analiza finansowa w przedsiębiorstwie. PWE. Warszawa 1994, s. 66-82, 90-111; D.R. Emery, J.D. Finnerty, J.D. Stowe: Corporate Financial Management. Prentice Hall, Upper Saddle River 2004, s. 478; Japan. Financial System Stability Assessment and Supplementary Information. IMF Country Report. NO 03/287. September 2003, s.27-30, www.imf.org; European Central Bank Statistics. www.ecb.int

2. Finansowanie przedsiębiorstw w Japonii

W powszechnej opinii finansowanie przedsiębiorstw w warunkach gospodarki japońskiej jest oparte na finansowaniu bankowym. Struktura finansowania przedsiębiorstw japońskich w ciągu lat ulega jednak zmianom.

W strukturze pasywów przedsiębiorstw japońskich w latach 1964-2004 dominują kapitały obce. Zauważyć jednak należy, iż od połowy lat 70. kapitały własne przedsiębiorstw japońskich wzrastają proporcjonalnie, czego nie można powiedzieć o kapitałach obcych. Kapitały obce od połowy lat 80. wzrastały szybciej niż kapitały własne, jednak tendencja ta uległa zahamowaniu i od połowy lat 90. udział kapitałów obcych w strukturze pasywów systematycznie maleje.



ZK – zobowiązania krótkoterminowe.

ZD – zobowiązania długoterminowe.

KW – kapitały własne.

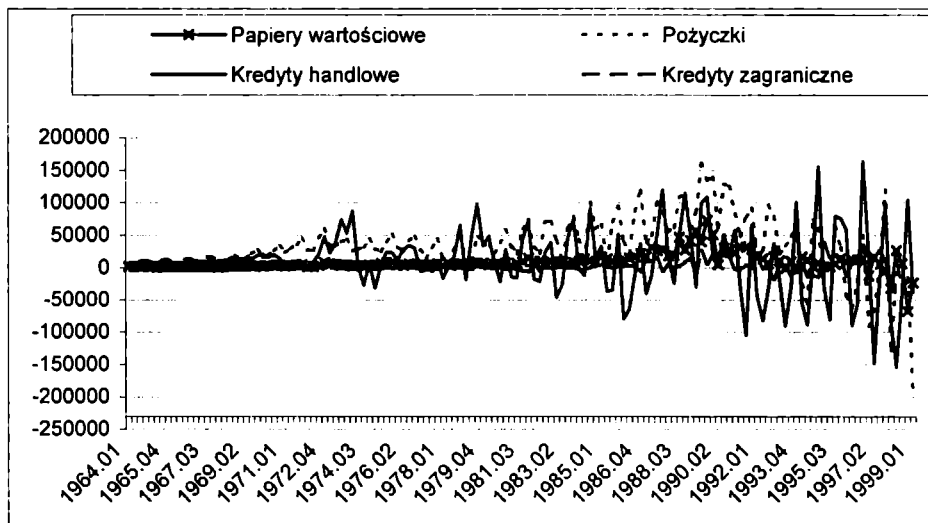
ZZ – zyski zatrzymane.

Rys. 11. Struktura pasywów przedsiębiorstw japońskich w latach 1954-2004 (100 milionów jenów)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Financial Statements Statistics of Corporations by Industries, Quarterly. Ministry of Finance, Japan, www.mof.go.jp

Identyfikując źródła finansowania w przedsiębiorstwach japońskich, obok analizy pasywów, celowe jest wykorzystanie przepływu kapitałów. Analiza przepływu kapitałów pozwala na zidentyfikowanie wzrostu kapitałów na podstawie źródeł ich pochodzenia. W poniższych rozważaniach skupiono się na podstawowych dla przedsiębiorstw japońskich zewnętrznych źródłach finansowania, takich jak: pożyczki, kredyty handlowe, kredyty zagraniczne, papiery wartościowe. W latach 1964-1995 w strukturze finansowania wyraźnie dominują pożyczki. W okresie tym istotne źródło finansowania stanowi również kredyt handlowy. Po 1995 r. przedsiębiorstwa japońskie starają się mniej pożyczać w instytucjach finansowych, a więcej pożyczek spłacać. W latach 80., wraz ze wzrostami cen akcji na giełdach, istotnym źródłem finansowania stają się papiery

ry wartościowe. Koniec lat 80. to również wzrost finansowania przedsiębiorstw japońskich na rynkach zagranicznych. W końcu lat 90. następuje spadek poziomu finansowania zewnętrznego¹⁸.



Rys. 12. Kwartalne przepływy kapitałów w przedsiębiorstwach japońskich w latach 1964-1999 (100 milionów jenów)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Flow of funds accounts based on 68SNA. Bank of Japan, www.boj.or.jp

Rekapitulacja

W ostatnich latach w przedsiębiorstwach japońskich wiele działań ukierunkowano na obniżanie poziomu zadłużenia i poprawę zyskowności. Poziom zadłużenia mierzony wskaźnikiem zadłużenia kapitałów własnych, pomimo trendu spadkowego zapoczątkowanego w latach 70. pozostaje jednak ciągle wysoki – porównując zadłużenie przedsiębiorstw japońskich z przedsiębiorstwami z innych uprzemysłowionych krajów. Ponadto, mimo wyraźnej poprawy struktury bilansu przedsiębiorstw japońskich, zyskowność sektora pozostaje słaba. Przyczyn niskiej zyskowności należy upatrywać w ciągle jeszcze nadmiernych mocach produkcyjnych. Pomimo słabej zyskowności i relatywnie wysokiego zadłużenia większość przedsiębiorstw na bieżąco regulowała swoje zobowiązania (niskie nominalne stopy procentowe). Pamiętać jednak należy, iż zobowiązania sektora przedsiębiorstw wobec banków stanowią $\frac{3}{4}$ udzielonych przez banki kredytów. Stąd też

¹⁸ Makabe Akio: Corporate Finance and Capital Structure. „Financial Review”, Vol. 62: Corporation Activity in Japan analyzed by Financial Statements Statistics of Corporations. www.mof.gv.jp

słabość sektora przedsiębiorstw ma istotny wpływ za zyskowość całego sektora bankowego. Bez dalszej restrukturyzacji i ciągłej odbudowy zysków, sektor przedsiębiorstw będzie nie tylko podatny na niekorzystne zmiany, ale będzie również hamował wzrost gospodarczy Japonii¹⁹.

ENTERPRISES' FINANCING IN THE JAPANESE ECONOMY

Summary

After the war, Japanese economy was one of the fastest growing in the industrialized world. In the early 1990s, the economy bubble burst and since then a period of major adjustment has begun for the corporate sector. The important changes include the financial reforms that began in 1996 known as the "Big Bang", the financial crisis of 1998/99, the ten years economic slump, and continued deflation. Consequently, corporations have been repairing their balance sheets and consolidating operations in an attempt to improve profits. While significant progress has been made, the corporate sector is still experiencing a situation of high debt and weak profits. Without additional restructuring and sustained profit recovery, the corporate sector will continue to be vulnerable to adverse shocks and to be a curb in the economic growth.

¹⁹ Japan: Selected Issue. Op. cit., s. 15.