



**Katarzyna Żak**

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach  
Wydział Zarządzania  
Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem  
katarzyna.zakl@ue.katowice.pl

## **PASYWNOŚĆ KREDYTOWA PRZEDSIĘBIORSTW W FINANSOWANIU INWESTYCJI RZECZOWYCH: PRZYKŁADY POLSKI I SŁOWACJI**

**Streszczenie:** W artykule przedstawiono zjawisko zwane pasywnością kredytową przedsiębiorstw. Celem opracowania jest wyjaśnienie, na czym zjawisko to polega, oraz określenie zakresu i przyczyn jego występowania w Polsce i na Słowacji. Dla osiągnięcia tak określonego celu przedstawiono i porównano dwa zasadnicze źródła finansowania inwestycji rzeczowych w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych, tzn. wewnętrzne i bankowe. W artykule wykorzystano metodologię źródeł finansowania netto zainicjowaną przez C. Mayera.

**Słowa kluczowe:** inwestycje rzeczowe, finansowanie, zniechęceni kredytobiorcy.

**JEL Classification:** G390.

### **Wprowadzenie**

Inwestycje realizowane przez sektor przedsiębiorstw niefinansowych są siłą napędową każdej gospodarki. Ich podejmowanie przez podmioty gospodarcze jest wymogiem koniecznym dla prawidłowego funkcjonowania, utrzymania pozycji rynkowej oraz sprostania konkurencji [Pastusiak, 2010, s. 8]. Można wyróżnić dwa zasadnicze podejścia w definiowaniu inwestycji, tj. monetarne oraz rzeczowe. Pierwsze z nich opisuje inwestycję z pozycji ruchu pieniądza. Oznacza to, że w tym podejściu nie jest akcentowany materialny wymiar inwestycji, lecz inwestycje traktuje się jako przepływ pieniężny związany z przepływem wydatków i wpływów. Drugie podejście akcentuje konieczność uzyskania materialnego efektu przeprowadzonej inwestycji. Istotną rolę w tym przypadku odgrywa bilans jako zestawienie majątku oraz źródeł finansowania przedsiębior-

stwa. W ujęciu rzeczowym zmiana kapitału w aktywa lub zastosowanie nowego kapitału są postrzegane jako inwestycja [Rogowski, 2013, s. 22-23].

Literatura przedmiotu (por. [Jajuga, Słoński, 1998; Wypych, 2007]) definiuje inwestycje jako długookresowe obarczone ryzykiem alokowanie zasobów ekonomicznych (w postaci nakładów inwestycyjnych) w celu osiągnięcia korzyści w przyszłości, podkreślając ich atrybuty, takie jak: nakład (alokacja kapitału – własnego, zwykle przy rezygnacji z bieżącej konsumpcji, oraz kapitału obcego poprzez nakłady inwestycyjne w aktywa), korzyść (oczekiwany efekt z realizacji inwestycji), czas (okres zaangażowania kapitału oraz uzyskiwania korzyści), ryzyko (możliwość wystąpienia odchyień od wartości oczekiwanej planowanych nakładów i kosztów, korzyści z okresu zaangażowania kapitału, długości cyklu życia inwestycji).

Z punktu widzenia kryterium, jakim jest przedmiot inwestycji, można wyróżnić inwestycje rzeczowe (w składniki aktywów rzeczowych: rzeczowy majątek trwały oraz wartości niematerialne i prawne, ale w ujęciu praw majątkowych – licencje, znaki towarowe, patenty) oraz inwestycje finansowe (kapitałowe – w instrumenty rynku pieniężnego i kapitałowego) [Towarnicka, 2000]. Odwołując się do ogólnej definicji inwestycji, można stwierdzić, iż inwestycje rzeczowe przedsiębiorstw to obarczone ryzykiem celowo wydatkowane środki inwestora (własne i/lub obce) na tworzenie i/lub reprodukcję środków trwałych, rzeczowego majątku trwałego, a także majątku obrotowego dla osiągnięcia zamierzonych korzyści w przyszłości. Inwestycje rzeczowe są zwykle realizowane z myślą o ich wieloletniej eksploatacji. W związku z tym menedżerowie muszą dochować należytej staranności, planując nakłady inwestycyjne i źródła ich finansowania, a także muszą dokonać projekcji ich skutków finansowych i ekonomicznych w przyszłości. Zgodnie z argumentacją Mayera [1988, s. 1167-1183; 1990, s. 307-322], ujętą w teorię hierarchii źródeł finansowania, w pierwszej kolejności przedsięwzięcia inwestycyjne są finansowane ze źródeł wewnętrznych, a następnie z obcych.

W ramach badań „Finansowanie inwestycji rzeczowych w sektorze przedsiębiorstw w krajach Grupy Wyszehradzkiej”<sup>1</sup>, prowadzonych pod kierunkiem prof. UE w Katowicach dr. hab. A. Samborskiego, dokonano oszacowania udziału wewnętrznych i zewnętrznych źródeł finansowania inwestycji rzeczowych sektora przedsiębiorstw niefinansowych w krajach Grupy Wyszehradzkiej (V4), obejmującej Polskę, Węgry, Słowację i Republikę Czeską. Na podstawie

<sup>1</sup> Projekt badawczy z potencjału badawczego Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach 2016-2017.

uzyskanych wyników zwrócono uwagę na utrzymujący się relatywnie niski udział finansowania bankowego inwestycji rzeczowych, szczególnie w Polsce i na Słowacji. Taka postawa inwestorów nazywana jest pasywnością kredytową przedsiębiorstw.

Celem artykułu jest objaśnienie, na czym polega zjawisko pasywności kredytowej przedsiębiorstw oraz określenie przyczyn jego występowania w Polsce i na Słowacji. Dla osiągnięcia tak określonego celu przedstawiono i porównano wewnętrzne i bankowe źródła finansowania inwestycji rzeczowych w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce i na Słowacji oraz podjęto próbę wskazania ich uwarunkowań w tych krajach.

Podmiotem diagnozy jest polski i słowacki sektor przedsiębiorstw niefinansowych w latach 2005-2015. W artykule zaprezentowano wyniki kwerendy literatury przedmiotu, a do przedstawienia struktury finansowania inwestycji rzeczowych opartej na źródłach własnych przedsiębiorstw oraz źródłach bankowych wykorzystano metodologię źródeł finansowania netto zaproponowaną przez C. Mayera [1988, 1990].

## **1. Pasywność kredytowa przedsiębiorstw**

Warunkiem realizacji inwestycji, w tym rzeczowych, jest dysponowanie odpowiednim kapitałem. Można wskazać dwa jego zasadnicze źródła: kapitał własny i obcy. Kapitał własny obejmuje środki pozostawione do dyspozycji przedsiębiorstwa przez jego właścicieli (np. zyski zatrzymane, amortyzacja), a kapitał obcy to środki finansowe pozostawione do dyspozycji przedsiębiorstwa na czas ograniczony przez jego wierzycieli (np. długookresowe kredyty bankowe, obligacje, leasing) [Sierpińska, Jachna, 2004, s. 244-245].

Zgodnie z teorią Mayera [1988, 1990] kredyt bankowy powinien być dla przedsiębiorstw pierwszym źródłem zewnętrznego kapitału obcego ze względu na jego relatywnie dużą dostępność oraz przejrzyste, uregulowane warunki, na jakich można go pozyskać. Wykorzystywanie kapitału bankowego pozwala przedsiębiorstwom rozbudowywać zdolności produkcyjne, realizować nowe inwestycje, zwiększać zatrudnienie i w konsekwencji tworzyć znaczną część PKB. Stąd uwzględnianie kredytu bankowego w źródłach finansowania przedsiębiorstw, w sensie makro, przyczynia się do wzrostu potencjału rozwojowego całej gospodarki [Sawicka, Tymoczko, 2014, s. 6]. Tymczasem część przedsiębiorstw nie aplikuje o kredyt, mimo że takie finansowanie byłoby im potrzebne, a jednocześnie mają one korzystne perspektywy rozwoju i znajdują się w dobrej

sytuacji ekonomicznej. Takie firmy określane są terminem *zniechęcony kredytobiorca*, zaś samo zjawisko wyjaśniające niechęć do ubiegania się o kredyt zyskało nazwę *pasywności kredytowej*. Światowa literatura przedmiotu przedstawia szereg definicji zniechęconego kredytobiorcy – wybrane przykłady zaprezentowano w tabeli 1.

**Tabela 1.** Przykłady definicji zniechęconego kredytobiorcy

Autor/autorzy	Definicja
Diagne (1999)	Podmiot, który nie próbuje pozyskać kredytu, bo obawia się, że albo jego koszt będzie zbyt wysoki, albo wielkość dostępnych środków będzie niewystarczająca na zaspokojenie jego potrzeb pożyczkowych. W związku z tym przedsiębiorstwo podejmuje decyzję o samowykluczeniu z rynku kredytowego, mimo że nie istnieją ku temu żadne racjonalne przesłanki.
Cavalluzzo, Cavalluzzo, Wolken (2002)	To zwykle małe przedsiębiorstwa, które potrzebują finansowania, ale nie ubiegają się o kredyt i jednocześnie deklarują brak przekonania do możliwości pozyskania takiego kredytu. Główną przyczyną takiej postawy przedsiębiorstw jest przeświadczenie o posiadaniu słabej historii kredytowej, a także słabej kondycji finansowej. Firmy takie wyrażają subiektywne przekonanie, że należą do grup niechętnie kredytowanych przez banki.
Fraser (2005); Charavarty, Xiang (2009); Charavarty, Yilmazer (2009)	Przedsiębiorstwo, które nie aplikuje o kredyt z uwagi na swoje przypuszczenia co do własnej niewystarczająco dobrej sytuacji i podejrzewa, że będzie to podstawą odrzucenia wniosku kredytowego.
Han, Fraser, Storey (2009)	Jest to podmiot wysokiego lub niskiego ryzyka, wykazujący zapotrzebowanie na kapitał, ale nie aplikujący o kredyt z obawy przed odrzuceniem wniosku kredytowego przez bank.
Freel, Carter, Tagg, Masson (2012)	Jest w sensie ekonomicznym „dobrą” firmą, która potrzebuje zewnętrznego finansowania, ale z obawy o odrzucenie wniosku kredytowego przez bank nie decyduje się aplikować o potrzebne środki. Odrzucenie wniosku kredytowego ma tu efekt psychologiczny, polegający na tym, że może nieść nieakceptowalne dla potencjalnego kredytobiorcy ryzyko utraty prestiżu.

Źródło: opracowano na podstawie [Sawicka, Tymoczko, 2014, s. 9-10].

## 2. Metodologia określania sposobu finansowania inwestycji rzeczowych w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych

W artykule do określenia struktury źródeł finansowania inwestycji rzeczowych wykorzystano metodologię źródeł finansowania netto, która została zaprezentowana przez C. Mayera [1988, 1990]. Z natury inwestycji wynika, iż powodują one powstawanie przepływów gospodarczych, tworzących wartość ekonomiczną. Stąd uzasadnione jest bazowanie na przepływach finansowych. Metodologia zainicjowana przez C. Mayera wykorzystuje przepływy środków finansowych, a nie ich stany, korygując źródła finansowania brutto o ich wykorzystanie w celu oszacowania kontrybucji netto banków, kapitałów udziałowych, papierów dłużnych, kredytów handlowych itd. w finansowanie sektora przedsiębiorstw [Suzuki, Cobham, 2005, s. 1].

Jednym z ogólnie dostępnych źródeł danych o przepływach funduszy w przedsiębiorstwach jest Europejski System Rachunków Narodowych i Regionalnych. Szacuje się w nim przepływy pieniężne do i z krajowego sektora przedsiębiorstw, traktując go jako całość [Corbett, Jenkinson, 1997, s. 69-93]. Europejski System Rachunków Narodowych i Regionalnych (ESA 95) stanowi zgodny międzynarodowy standard metodologiczny i rachunkowy dla szczegółowego opisu gospodarki, jej składowych oraz relacji z innymi gospodarkami. Jego zaletą jest to, iż jest dostosowany do warunków gospodarki rynkowej i sprawdzony w praktyce.

Dane liczbowe wykorzystane przy szacowaniu inwestycji rzeczowych sektora przedsiębiorstw pozyskano z dwóch rachunków, tj. kapitałowego i finansowego, których syntetyczną charakterystykę przedstawiono w tabeli 2.

**Tabela 2.** Charakterystyka rachunków kapitałowego i finansowego

Rodzaj rachunku	Charakterystyka
Rachunek kapitałowy	Opisuje on zmiany wartości niefinansowych aktywów będących w posiadaniu jednostek instytucjonalnych. Celem rachunków akumulacji jest prezentacja procesu finansowania z oszczędności netto transakcji kapitałowych, tj. inwestycji i przyrostu rzeczowych środków obrotowych oraz pozyskiwania i rozdysponowywania aktywów i pasywów finansowych. Obrazuje pozyskiwanie przychodów niefinansowych oraz transferów kapitałowych na finansowanie transakcji kapitałowych. Po stronie przychodów (pasywów) rachunku kapitałowego rejestrowane są oszczędności netto oraz transfery kapitałowe. Po stronie rozchodów (tj. aktywów) rachunku kapitałowego rejestrowane są przyrosty wartości aktywów niefinansowych oraz amortyzacja środków trwałych. Pozycją bilansującą rachunek kapitałowy są wierzycielności netto (+) lub zadłużenie netto (-).
Rachunek finansowy	Rejestruje transakcje finansowe dotyczące aktywów i pasywów finansowych między jednostkami instytucjonalnymi oraz między jednostkami instytucjonalnymi a zagranicą. Strona aktywów tego rachunku rejestruje nabycie aktywów finansowych pomniejszone o ich wykorzystanie, tj. przyrost należności finansowych, natomiast strona pasywów – zaciągnięcie zobowiązań pomniejszone o ich spłatę, tj. przyrost zobowiązań finansowych. Rachunek finansowy nie ma pozycji bilansującej, przenoszony do następnego rachunku, natomiast wynik netto tego rachunku, czyli zaciągnięcie zobowiązań netto pomniejszone o nabycie aktywów finansowych netto, jest równy co do wartości, lecz z przeciwnym znakiem, wierzycielności/zadłużeniu netto – pozycji bilansującej rachunek kapitałowy.

Źródło: opracowano na podstawie [Samborski, 2011, s. 160; GUS, 2016, s. 9].

Wynik netto rachunku finansowego (czyli zaciągnięcie zobowiązań netto pomniejszone o nabycie aktywów finansowych netto) jest równy co do wartości, lecz z przeciwnym znakiem, pozycji bilansującej rachunek kapitałowy (czyli wierzycielności/zadłużeniu netto). Wynika z tego, iż w danym okresie źródła funduszy w sektorze przedsiębiorstw (przychody) są równe ich wykorzystaniu (rozchody). Stąd też na podstawie rachunku przepływów funduszy możliwe jest oszacowanie struktury finansowania w sektorze przedsiębiorstw. Należy pamiętać, iż część pozyskanych przez przedsiębiorstwa funduszy przeznaczana jest na

akumulację aktywów finansowych. Stąd też w celu zidentyfikowania źródeł finansowania związanych z inwestycjami rzeczowymi należy od zaciągniętych pasywów netto (przyrost zobowiązań finansowych) odjąć nabytki aktywów finansowych netto (przyrost należności finansowych). Logikę postępowania przy szacowaniu źródeł finansowania inwestycji rzeczowych w sektorze przedsiębiorstw przedstawiono w tabeli 3.

**Tabela 3.** Rachunek przepływu funduszy

Metoda „splaty netto”	
Przychody brutto	Rozchody brutto
1. Wewnętrzne	9. Gotówka i depozyty
2. Pożyczki bankowe	10. Akcje zakupione
3. Akcje wyemitowane	11. Obligacje zakupione
4. Obligacje wyemitowane	12. Kredyty handlowe udzielone
5. Kredyty handlowe otrzymane	13. Transfery kapitałowe płacone
6. Transfery kapitałowe otrzymane	14. Inne
7. Inne	15. Inwestycje rzeczowe
8. PRZYCHODY OGÓLEM	16. ROZCHODY OGÓLEM
Metoda „zbilansowana netto”	
Przychody netto	Rozchody netto
Wewnętrzne (1)	
Bankowe netto (2 – 9)	
Akcje netto (3 – 10)	
Obligacje netto (4 – 11)	
Kredyty handlowe netto (5 – 12)	
Transfery kapitałowe netto (6 – 13)	
Inne netto (7 – 14)	
PRZYCHODY NETTO (8 – 9 – 10 – 11 – 12 – 13 – 14)	INWESTYCJE RZECZOWE (15)

Źródło: [Samborski, 2011, s. 160, Corbett, Jenkinson, 1997, s. 86].

Postępując zgodnie z logiką zaprezentowaną w tabeli 3, można określić znaczenie różnych źródeł funduszy w finansowaniu inwestycji rzeczowych sektora przedsiębiorstw w określonym przedziale czasu. Jednak procedura ta nie daje odpowiedzi na pytanie, jak są finansowane konkretne projekty inwestycyjne.

### 3. Ocena pasywności kredytowej w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce i na Słowacji

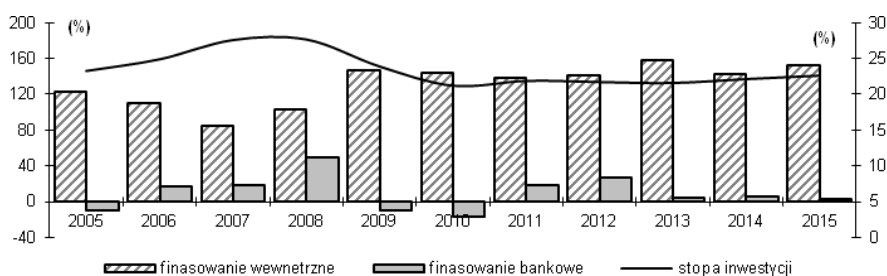
Wykorzystując przedstawioną metodologię źródeł finansowania netto, zaproponowaną przez C. Mayera, w tabeli 4 zestawiono wewnętrzne i bankowe źródła finansowania inwestycji rzeczowych w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce i na Słowacji.

**Tabela 4.** Zestawienie wewnętrznych i bankowych źródeł finansowania inwestycji rzeczowych w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce i na Słowacji w latach 2005-2015 (%)

Wyszczególnienie	Rok										
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>POLSKA</b>											
Finansowanie wewnętrzne (%)	121,81	110,37	85,04	102,53	146,68	143,86	138,18	141,03	157,87	142,77	151,63
Finansowanie bankowe (%)	-9,29	17,00	18,14	48,73	-9,50	-16,65	18,79	27,23	4,26	5,24	2,77
<b>SŁOWACJA</b>											
Finansowanie wewnętrzne (%)	68,49	81,13	85,55	84,02	120,82	103,98	89,31	132,56	135,73	119,72	114,33
Finansowanie bankowe (%)	-8,29	0,91	1,39	24,94	0,82	4,70	-2,21	-22,43	-25,75	-27,20	8,25

Źródło: [www 2].

W Polsce sektor przedsiębiorstw niefinansowych w zdecydowanie większym stopniu korzysta z wewnętrznego finansowania inwestycji rzeczowych niż z kredytów bankowych. W badanym okresie jedynie w 2007 r. wartość ta wynosiła poniżej 100%. W pozostałych latach wartość ta przekraczała 100%, przy czym zdecydowany wzrost nastąpił po 2008 r. i trwał do 2015 r. W 2005 r. oraz w latach 2009-2010 polskie przedsiębiorstwa więcej kredytów spłacały niż zaciągały. Na rysunku 1 pokazano dysproporcję pomiędzy wykorzystaniem wewnętrznego i bankowego finansowania inwestycji rzeczowych w polskim sektorze przedsiębiorstw niefinansowych.



**Rys. 1.** Wewnętrzne i bankowe finansowanie inwestycji rzeczowych w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych na tle stopy inwestycji brutto w Polsce w latach 2005-2015

Źródło: [www 2].

Szacuje się, że ok. 20% przedsiębiorstw w Polsce w całym okresie swojego działania nie korzystała z żadnych kredytów. Dane te pozwalają stwierdzić, że wiele spośród nich z wyboru lub z konieczności funkcjonuje bez dopływu finansowania pochodzącego z kredytów bankowych. Badanie ankietowe przeprowadzone przez NBP pokazało, że głównymi przesłankami niskiego zainteresowania przedsiębiorców finansowaniem bankowym są ich wystarczające środki własne oraz wykorzystanie niebankowych środków. Oznacza to, że bezpieczeństwo finansowe jest dla przedsiębiorstw ważniejsze, niż możliwość osiągnięcia wysokiego, dodatniego efektu dźwigni finansowej. Innych przesłanek pasywnej postawy wobec możliwości wsparcia rozwoju kredytem bankowym należy upatrywać w: braku zdolności kredytowej przedsiębiorstw, wysokim koszcie kredytu i niekorzystnych warunkach jego spłaty, niedopasowaniu oferty banku do potrzeb przedsiębiorstw, zbyt skomplikowanych procedurach, niechęci przedsiębiorców do ujawniania dokumentacji przedsiębiorstwa, obawach przed pogorszeniem warunków kredytowania w trakcie trwania umowy, niepewności koniunktury, dotychczasowych złych doświadczeniach ze współpracy z bankiem oraz obawie przed odrzuceniem wniosku [Sawicka, Tymoczko, 2014, s. 29 i n.].

W Polsce, tak jak i w wielu innych krajach, po kryzysie 2008 r. sektor bankowy starał się łagodzić politykę kredytową wobec przedsiębiorców, oferując niższe marże czy przyjmując łagodniejszą ocenę ryzyka poszczególnych sektorów. Wdrożono specjalne programy mające na celu zachęcenie do korzystania z finansowania bankowego, szczególnie przez sektor małych i średnich przedsiębiorstw. W 2013 r. uruchomiono rządowy program gwarancji – *de minimis* – którego grupą docelową był sektor MSP. Głównymi jego założeniami było: uruchomienie kredytów dla banków z przeznaczeniem na rozwój akcji kredytowej dla przedsiębiorstw, wprowadzenie systemu gwarancji dla przedsiębiorstw ubiegających się o kredyty, ale nieposiadających zabezpieczeń, udostępnienie przez bank centralny nieoprocentowanych środków pieniężnych bankom krajowym z przeznaczeniem na wspieranie rozwoju akcji kredytowej dla małych i średnich przedsiębiorstw, udzielenie małym i średnim przedsiębiorstwom kredytów z częściową redukcją kosztów odsetkowych. Zdaniem przedstawicieli banków program gwarancji pozwolił na dotarcie do wielu przedsiębiorstw, które nie uzyskałyby kredytu bankowego na komercyjnych warunkach [Sawicka, Tymoczko, 2014].

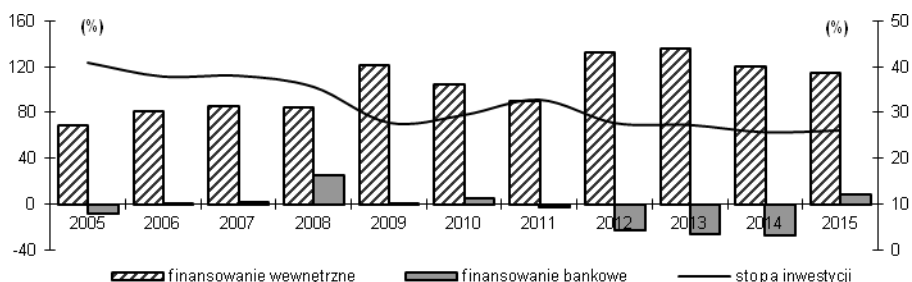
Na Słowacji w latach 2005-2008 przeciętny udział wewnętrznych źródeł finansowania inwestycji rzeczowych wyniósł 79,80%. W okresie tym można założyć niewielkie zaangażowanie finansowania bankowego, z wyjątkiem 2008 r.,



w którym udział ten wyniósł blisko 25%. Należy zaznaczyć, że sektor bankowy na Słowacji jest mały i konserwatywny, charakteryzuje się dużą koncentracją kapitału, na którym dominują inwestorzy zagraniczni, przede wszystkim z Austrii, Republiki Czeskiej i Luksemburga. Jedną z przyczyn niewielkiego wykorzystania finansowania ze źródeł bankowych należy upatrywać w relatywnie wysokiej inflacji, która powodowała podrożenie kredytu. W przypadku Słowacji sposób finansowania inwestycji rzeczowych w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych należy rozpatrywać także przez pryzmat przyjęcia w tym kraju waluty euro. Wysiłki poczynione przez kolejne rządy spowodowały, iż w 2009 r. Słowacja przystąpiła do strefy euro. Dużym osiągnięciem lat 2009-2010 było utrzymanie inflacji poniżej 1%, co przyczyniło się do obniżenia stopy procentowej banku centralnego do 1,75% w 2009 r. Także dzięki wejściu do strefy euro koszt kapitału obcego na Słowacji wyraźnie spadł, a niskie stopy procentowe pozwoliły zarówno osobom fizycznym, jak i firmom korzystać z tańszego kredytu. Przed wprowadzeniem euro warunki kredytowe na Słowacji były zbliżone do polskich. W styczniu 2007 r. oprocentowanie kredytów inwestycyjnych było w obu krajach takie samo – 5,9%, podczas gdy w 2009 r. słowackie firmy płaciły 3,8% rocznie, a polskie 6,2% [www 1]. Niewątpliwie spowolnienie gospodarcze, będące wynikiem kryzysu światowego 2008 r., wpłynęło na większe wykorzystanie zakumulowanego kapitału własnego i ograniczenie zainteresowania kredytami bankowymi ze strony przedsiębiorców, lecz w zestawieniu z Polską czy pozostałymi krajami V4, nie było tak głębokie. Sytuacja diametralnie się zmieniła po 2011 r. W latach 2012-2014 menedżerowie przedsiębiorstw w swoich decyzjach inwestycyjnych przede wszystkim korzystali z finansowania wewnętrznego, a w przypadku finansowania bankowego następuje odwrócenie strumienia środków finansowych, który zaczął płynąć z sektora przedsiębiorstw do sektora bankowego.

Rysunek 2 przedstawia wykorzystanie wewnętrznego i bankowego finansowania inwestycji rzeczowych w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych na tle stopy inwestycji brutto na Słowacji w latach 2005-2015.

Warto w tym miejscu dodać, iż wypełnienie kryteriów z Maastricht i przyjęcie przez Słowację waluty euro ograniczyły polityczny populizm oraz dały inwestorom zagranicznym gwarancję na rozwój kraju, w którym poczynili inwestycje. Od 2009 r. Słowacja przyjęła m.in. inwestycje niemieckiego Volkswagena, AU Optronics oraz Samsunga. Ponadto dla decyzji finansowych przedsiębiorstw od 2013 r. znaczącą rolę odgrywał rynek obligacji korporacyjnych.



**Rys. 2.** Wewnętrzne i bankowe finansowanie inwestycji rzeczowych w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych na tle stopy inwestycji brutto na Słowacji w latach 2005-2015

Źródło: [www 2].

## Podsumowanie

Przedstawione spostrzeżenia dotyczące niechęci menedżerów sektora przedsiębiorstw niefinansowych Polski i Słowacji do wykorzystywania długu bankowego w celu finansowania inwestycji rzeczowych znajdują również potwierdzenie w wynikach badań zawartych w artykule pt. *The Effects of the Banking System Structure on Borrower Discouragement: Empirical Evidence Across 25 European Countries* [Mol-Gómez-Vázquez, Hernández-Cánovas, Koëter-Kant, 2016, s. 18]. W opinii autorów tego opracowania problem pasywności kredytowej przedsiębiorstw zdecydowanie silniej występuje w krajach Europy Wschodniej niż w państwach Europy Zachodniej. Zarówno w Polsce, jak i na Słowacji, znajdujących się na drugim i trzecim miejscu od końca wśród 25 badanych krajów Europy, najistotniejsze przyczyny pasywności bankowej przedsiębiorstw wynikają z relatywnie wysokich stóp procentowych oferowanych kredytów, skomplikowanych procedur bankowych oraz barier wynikających z konieczności sprostania wymaganiom związanym z zabezpieczeniem kredytu.

Przeprowadzone studium porównawcze skłania do refleksji, iż pasywność kredytowa przedsiębiorstw ma związek z zachowawczą polityką rozwojową przedsiębiorstw, które preferują konserwatywną strategię finansowania opartą na wewnętrznych źródłach. Należy również zwrócić uwagę na fakt, iż dywersyfikacja (lub jej brak) źródeł finansowania inwestycji jest uzależniona m.in. od różnic pomiędzy gospodarkami w kontekście makroekonomicznym, cech rynkowego systemu finansowego oraz czynników charakterystycznych dla danego rynku (np. kosztu kapitału), regulacji prawnych, alternatywnych metod pozyskiwania kapitału i ich dostępności (w tym np. miejsca giełdy papierów wartościowych

jako źródła pozyskiwania kapitału). Niewątpliwie na pasywność kredytową przedsiębiorców wpłynął także kryzys gospodarczy, co znalazło wyraz w ograniczeniu procesów inwestycyjnych lub finansowaniu ich przede wszystkim ze środków własnych przedsiębiorstw.

## Literatura

- Corbett J., Jenkinson T. (1997), *How Is Investment Financed? A Study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United States*, The Manchester School Supplement, Blackwell Publishers Ltd., Oxford.
- GUS (2016), *Studia i analizy statystyczne. Rachunki narodowe według sektorów i podsektorów instytucjonalnych w latach 2011-2014*, Wydawnictwo GUS, Warszawa.
- Jajuga T., Słoński T. (1998), *Finanse spółek. Długoterminowe decyzje inwestycyjne i finansowe*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław.
- Mayer C. (1988), *New Issues in Corporate Finance*, „European Economic Review”, Vol. 32, No. 5.
- Mayer C. (1990), *Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development* [w:] R. Hubbard (red.), *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, National Bureau of Economic Research, New York.
- Mol-Gómez-Vázquez A., Hernández-Cánovas G., Koëter-Kant J. (2016), *The Effects of the Banking System Structure on Borrower Discouragement: Empirical Evidence Across 25 European Countries*, Proceedings of the World Finance and Banking Symposium, University of Dubai, Dubai, December 14-15.
- Pastusiak R. (2010), *Ocena efektywności inwestycji*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa.
- Rogowski W. (2013), *Rachunek efektywności inwestycji*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Samborski A. (2011), *Wykorzystanie rachunków narodowych w analizach ekonomicznych* [w:] W. Czakon (red.), *Podstawy metodologii badań w naukach o zarządzaniu*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Sawicka A., Tymoczko I. (2014), *Dlaczego polskie przedsiębiorstwa nie korzystają z kredytu?* Instytut Ekonomiczny Narodowego Banku Polskiego, Warszawa.
- Sierpińska M., Jachna T. (2004), *Ocena przedsiębiorstwa wg standardów światowych*, PWN, Warszawa.
- Suzuki K., Cobham D. (2005), *Recent Trends in the Sources of Finance for Japanese Firms: Has Japan Become a 'High Internal Finance' Country*, Discussion Paper Series, No. 0501, University of St Andrews, Scotland.
- Towarnicka H. (2000), *Strategia inwestycyjna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław.

Wypych M. (2007), *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, Absolwent Sp. z o.o., Łódź.

[www 1] Kowalczyk J. (2009), *Słowacy mają już kredyty znacznie tańsze niż my*, <https://www.pb.pl/slowacy-maja-juz-kredyty-znacznie-tansze-niz-my-500811> (dostęp: 20.06.2017).

[www 2] Eurostat Database, [www.ec.europa.eu/eurostat](http://www.ec.europa.eu/eurostat) (dostęp: 25.06.2017).

### **BORROWER DISCOURAGEMENT OF CORPORATIONS IN FINANCING PHYSICAL INVESTMENTS: CASES POLAND AND SLOVAKIA**

**Summary:** The article places the main focus on borrower discouragement. Its primary aim is to explain what this phenomenon involves and determine its scope and causes in Poland and Slovakia. In order to achieve this aim, the author presents and compares two major sources of finance for physical investments in non-financial corporations, i.e. internal finance and bank finance. The article uses the methodology of net sources of finance initially developed by C. Mayer.

**Keywords:** physical investments, corporate finance, borrower discouragement.