Zeszyty Naukowe
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu
2013, t. 48, nr 3

**Adam Samborski**

Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu, Wydział Zamiejscowy w Chorzowie,
Katedra Rachunkowości i Finansów Przedsiębiorstw

# Wykorzystanie rachunków narodowych w szacowaniu struktury finansowania inwestycji rzeczowych. Doświadczenia polskich przedsiębiorstw w warunkach zmiennego cyklu koniunkturalnego

***Streszczenie.*** *Celem opracowania jest analiza sytuacji gospodarczej Polski w latach 1995-2010 i jej konsekwencji dla finansowania inwestycji rzeczowych w sektorze przedsiębiorstw. Identyfikując źródła finansowania inwestycji rzeczowych, wykorzystano sprawozdawczość narodową. Dane wykorzystane przy szacowaniu inwestycji rzeczowych polskiego sektora przedsiębiorstw pozyskano z dwóch rachunków: rachunku kapitałowego oraz rachunku finansowego. Stwierdzono, że w latach 1995-2010 nastąpiły znaczące zmiany w finansowaniu inwestycji rzeczowych w polskim sektorze przedsiębiorstw. Przyczyn zmian upatruje się w nałożeniu na siebie dwóch mechanizmów: preferowania przez przedsiębiorstwa w finansowaniu inwestycji rzeczowych funduszy wewnętrznych oraz mniejszej skłonności instytucji finansowych do pożyczania środków pieniężnych firmom.*

***Słowa kluczowe:*** *finansowanie przedsiębiorstw, inwestycje rzeczowe, rachunki narodowe*

## 1. Uwagi wstępne

Celem opracowania jest analiza sytuacji gospodarczej Polski w latach 1995--2010 i jej konsekwencji dla finansowania inwestycji rzeczowych w sektorze przedsiębiorstw. Identyfikując źródła finansowania inwestycji rzeczowych, wykorzystano sprawozdawczość narodową. Dane wykorzystane przy szacowaniu inwestycji rzeczowych polskiego sektora przedsiębiorstw pozyskano z dwóch rachunków: rachunku kapitałowego oraz rachunku finansowego. Sprawozdawczość narodowa stosowana w Polsce jest generalnie zgodna z założeniami

SNA'93 oraz ESA'95 i ma trzy podstawowe zalety – jest to system dostosowany do warunków gospodarki rynkowej i sprawdzony w praktyce; wewnętrznie spójny; uzgodniony międzynarodowo i odpowiadający standardom międzynarodowym. Stanowi nowoczesny system informacji statystycznej będący zbiorem spójnych informacji statystycznych z punktu widzenia pojęć, definicji, klasyfikacji oraz metod szacunków[1].

## 2. Konceptualizacja badań

Podstawową zasadą rachunków narodowych jest założenie, że wyprodukowane wyroby i usługi muszą zostać w całości rozdysponowane. W gospodarce otwartej całkowita podaż wyrobów i usług składa się z produkcji krajowej i importu. Rozdysponowaniem natomiast jest zużycie pośrednie, spożycie ogółem (indywidualne i zbiorowe), akumulacja (nakłady brutto na środki trwałe, przyrost rzeczowych środków obrotowych oraz nabycie pomniejszone o rozdysponowanie aktywów o wyjątkowej wartości) oraz eksport. W ujęciu rzeczowym można to zapisać w postaci następującego równania:

*produkcja globalna + import = zużycie pośrednie + spożycie ogółem + akumulacja brutto + eksport*

Niezależnie od strony tworzenia i rozdysponowania szacuje się produkt krajowy brutto. W praktyce oznacza to, że lewa strona równania jest zwykle różna od prawej i powstają tzw. sumy niezbilansowane. Stąd też ostatecznym etapem jest zbilansowanie obydwu wielkości[2].

System rachunków narodowych zbudowany jest na zasadzie wzajemnie powiązanych rachunków. Pełna sekwencja rachunków dla jednostek instytucjonalnych i sektorów, w tym również sektora przedsiębiorstw, składa się z rachunków bieżących, rachunków akumulacji i bilansów[3]. Pojęcie sektorów ma kluczowe znaczenie w systemie rachunków narodowych. W sektorach instytucjonalnych grupuje się bowiem uczestników życia gospodarczego (jednostki gospodarcze) zgodnie z funkcjami i sposobem realizacji działalności gospodarczej. Dane jednostki gospodarcze do określonego sektora instytucjonalnego zaliczana się we-

[1] A. Samborski, *Wykorzystanie rachunków narodowych w analizach ekonomicznych*, w: *Podstawy metodologii badań w naukach o zarządzaniu*, red. nauk. W. Czakon, Oficyna Wolters Kluwer Business, Warszawa 2011, s. 158.

[2] K. Lada, *Znaczenie rachunków narodowych w analizach ekonomicznych*, w: *Rachunki narodowe. Wybrane problemy i przykłady zastosowań*, red. nauk. M. Plich, Główny Urząd Statystyczny, Departament Rachunków Narodowych, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Warszawa – Łódź 2008, s. 28.

[3] A. Samborski, *Wykorzystanie rachunków narodowych…*, s. 152.

dług następujących kryteriów: rodzaj aktywności w tworzeniu nowych wartości ekonomicznych, sposób uczestniczenia w podziale dochodów, funkcje spełniane w obsłudze obrotu gospodarczego i jego regulacji[4] (definicje i podział jednostek gospodarczych na sektory i podsektory instytucjonalne znaleźć można w Europejskim systemie rachunków narodowych i regionalnych ESA 1995)[5].

Rachunki bieżące odnoszą się do produkcji, tworzenia, podziału pierwotnego i wtórnego dochodów oraz wykorzystania dochodów w postaci spożycia. Rachunki akumulacji dotyczą zmian aktywów i pasywów oraz wartości netto (różnice pomiędzy aktywami i pasywami dla każdej jednostki instytucjonalnej czy grupy jednostek). Bilanse prezentują zasoby aktywów i pasywów oraz wartość netto.

Pierwszym rachunkiem w sekwencji jest rachunek produkcji. Rejestruje on transakcje związane z działalnością produkcyjną. Po stronie prawej tego rachunku zapisywana jest produkcja globalna (na stronie przychodów), po stronie lewej natomiast nakłady poniesione na wytworzenie produkcji globalnej (na stronie rozchodów) oraz pozycja bilansująca – wartość dodana. Produkcja globalna składa się z produkcji rynkowej oraz produkcji na własne cele, a nakłady poniesione na jej wytworzenie ze zużycia pośredniego i amortyzacji środków trwałych. Wartość dodana, która jest pozycją bilansującą ten rachunek, obliczana jest w ujęciu brutto (przed odjęciem amortyzacji środków trwałych) lub w ujęciu netto (po odjęciu amortyzacji środków trwałych). Wartość dodana jest najważniejszą pozycją bilansującą w systemie.

Kolejnym w sekwencji rachunków dla przedsiębiorstw jest rachunek podziału i wykorzystania dochodu. Podział i wykorzystanie dochodów dla sektora przedsiębiorstw analizowane są w następujących etapach, które pokrywają się z kolejnymi rachunkami:

– podział pierwotny,
– podział wtórny,
– wykorzystanie dochodów.

Rachunek podziału pierwotnego dotyczy tworzenia dochodów wynikających bezpośrednio z procesów produkcji oraz ich podziału pomiędzy czynnikami produkcji (praca, kapitał), jak i instytucjami rządowymi i samorządowymi (poprzez podatki związane z produkcją i importem oraz dotacje). Pozwala to na określenie nadwyżki operacyjnej oraz dochodów pierwotnych. Na rachunek ten składają się rachunek tworzenia dochodów, a także rachunek podziału pierwotnego dochodów, który dalej dzieli się na rachunek dochodu przedsiębiorcy i rachunek podziału pozostałych dochodów pierwotnych.

---

[4] *Rachunki narodowe według sektorów i podsektorów instytucjonalnych 2006-2009*, GUS, Warszawa 2011, s. 22.

[5] Szerzej: *Europejski system rachunków narodowych i regionalnych ESA 1995*, GUS, Warszawa 2000.

Rachunek podziału wtórnego opisuje podział dochodów dokonywany poprzez transfery inne niż transfery socjalne w naturze. Pozycją bilansującą ten rachunek jest dochód do dyspozycji.

Rachunek wykorzystania dochodów opisuje proces podziału dochodów, dając w efekcie oszczędności.

Następnym w sekwencji jest rachunek kapitałowy. Na rachunek ten składają się rachunek zmiany wartości netto wynikającej z oszczędności i transferów kapitałowych i rachunek nabycia aktywów niefinansowych. Pierwszy mierzy zmianę wartości netto wynikającą z oszczędności i transferów kapitałowych, drugi rejestruje nabycie pomniejszone o rozdysponowanie aktywów niefinansowych dokonywane przez jednostki będące rezydentami. Rachunek kapitałowy pozwala na określenie stopnia, w jakim nabycie pomniejszone o rozdysponowanie aktywów niefinansowych było sfinansowane z oszczędności oraz transferów kapitałowych. Pozycją bilansującą ten rachunek są wierzytelności netto (+) lub zadłużenie netto (–). Wierzytelności netto odpowiadają kwocie dostępnej sektorowi na cele finansowania innych jednostek czy sektorów. Zadłużenie netto odpowiada natomiast kwocie, którą sektor zmuszony jest pożyczać. Na lewej stronie rachunku rejestrowane są zmiany aktywów, na prawej zmiany pasywów i wartości netto.

Po rachunku kapitałowym kolejnym w sekwencji jest rachunek finansowy. Rachunek finansowy opisuje transakcje finansowe dotyczące aktywów i pasywów finansowych pomiędzy jednostkami instytucjonalnymi oraz między jednostkami instytucjonalnymi a zagranicą. Strona lewa tego rachunku – zmiany aktywów – rejestruje nabycie aktywów finansowych pomniejszone o ich wykorzystanie, czyli przyrost należności finansowych, natomiast strona prawa – zmiany pasywów i wartości netto – zaciągnięcie zobowiązań pomniejszone o ich spłatę, tj. przyrost zobowiązań finansowych. Rachunek ten nie posiada pozycji bilansującej przenoszonej do następnego rachunku. Wynik netto rachunku finansowego jest równy co do wartości, lecz z przeciwnym znakiem, pozycji bilansującej rachunek kapitałowy – wierzytelności/zadłużenie netto. Rachunek finansowy pokazuje więc, jak sektory deficytowe (por. pozycja bilansująca rachunek kapitałowy) pozyskują niezbędne środki poprzez zasięgnięcie zobowiązań lub zmniejszenie aktywów oraz w jaki sposób sektory posiadające nadwyżki środków alokują je poprzez nabycie aktywów lub zmniejszenie zobowiązań.

Kolejnym w sekwencji rachunków dla przedsiębiorstw jest rachunek innych zmian aktywów. Rejestruje on zmiany aktywów i pasywów posiadanych przez jednostki, inne niż powstałe w związku z oszczędnościami i dobrowolnymi transferami majątku, które to były rejestrowane w rachunkach kapitałowym i finansowym. Składają się na niego dwa rachunki: rachunek innych zmian wolumenu aktywów oraz rachunek przeszacowań, który dzieli się dalej na rachunek naturalnych zysków/strat z tytułu posiadania majątku i rachunek realnych zysków/strat z tytułu posiadania majątku.

Rachunkiem kończącym sekwencję wszystkich wcześniejszych rachunków jest bilans. Pokazuje on ostateczny rezultat wynikający z rachunków produkcji, podziału i wykorzystania dochodów oraz z rachunków akumulacji. Bilans jest zapisem wartości posiadanych aktywów (niefinansowych i finansowych) oraz zobowiązań w określonym momencie. Dostarcza on wskaźników opisujących pozycję ekonomiczną sektora, czyli informacji o zasobach finansowych i niefinansowych będących w jego dyspozycji, zsumowanych w pozycji bilansującej – wartości netto. Na bilans składają się bilans otwarcia, zmiany w bilansie, bilans zamknięcia[6].

Na poziomie makrokategorii dane uzyskiwane w systemie rachunków narodowych dają podstawę do połączenia analiz przepływów w sferze produkcji i jej finalnego wykorzystania z opisem kształtowania dochodów i ich rozdysponowania, wielkości spożycia i oszczędności, inwestycji i przepływów finansowych pomiędzy sektorami instytucjonalnymi[7].

Przed przystąpieniem do szacowania struktury finansowania przedsiębiorstw wpierw rozstrzygnąć należy, czy bazować na przepływach, czy na zasobach (stanach), a następnie określić sposób postępowania w szacowaniu struktury finansowania inwestycji rzeczowych.

Przepływy odpowiadają działaniom i efektom zdarzeń, które mają miejsce w ramach danego okresu, natomiast zasoby odpowiadają sytuacji w danym momencie. Pytanie, na które starano się znaleźć odpowiedź w niniejszym artykule, dotyczy finansowania inwestycji rzeczowych. Z natury inwestycji wynika, że prowadzą one do powstawania przepływów gospodarczych, tworzących wartość ekonomiczną. Stąd też uzasadnione i poprawne pod względem metodologicznym jest bazowanie na przepływach finansowych.

W rachunkach narodowych szacuje się przepływy pieniężne „do" i „z" krajowego sektora przedsiębiorstw, traktując go jako całość. Sprawozdawczość narodowa jest więc szczególnie użyteczna w identyfikowaniu źródeł finansowania inwestycji rzeczowych w całym sektorze przedsiębiorstw, a ten jest przedmiotem rozważań.

Dane wykorzystane przy szacowaniu inwestycji rzeczowych sektora przedsiębiorstw proponuje się pozyskiwać z dwóch rachunków: rachunku kapitałowego oraz rachunku finansowego. Rachunek kapitałowy, jak już wspomniano, jest pierwszym z czterech rachunków akumulacji. 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 finan-

[6] A. Samborski, *Wykorzystanie rachunków narodowych…*, s. 152-157.
[7] *Rachunki narodowe według sektorów i podsektorów instytucjonalnych 2006-2009*, GUS, s. 22.

sowych. Rachunek kapitałowy obrazuje pozyskiwanie przychodów niefinansowych oraz transferów kapitałowych na finansowanie transakcji kapitałowych. Na stronie przychodów (zmiany pasywów i wartości netto) rachunku kapitałowego rejestrowane są oszczędności netto oraz transfery kapitałowe. Na stronie rozchodów (tj. zmiany aktywów) rachunku kapitałowego rejestrowane są przyrosty wartości aktywów niefinansowych oraz amortyzacja środków trwałych. Pozycją bilansującą rachunek kapitałowy są wierzytelności netto (+) lub zadłużenie netto (–), o czym pisano powyżej. Rachunek finansowy jest drugim z rachunków akumulacji. Rachunek ten, jak zauważono, rejestruje transakcje finansowe dotyczące aktywów i pasywów finansowych, które zachodzą pomiędzy jednostkami instytucjonalnymi oraz między tymi jednostkami a zagranicą. Strona zmiany aktywów tego rachunku rejestruje nabycie aktywów finansowych pomniejszone o ich wykorzystanie, tj. przyrost należności finansowych, natomiast strona zmiany pasywów i wartości netto – zaciągnięcie zobowiązań pomniejszone o ich spłatę, tj. przyrost zobowiązań finansowych. Rachunek finansowy, jak już wspomniano, nie posiada pozycji bilansującej, przenoszonej do następnego rachunku, natomiast wynik netto tego rachunku, czyli zaciągnięcie zobowiązań netto pomniejszone o nabycie aktywów finansowych netto, jest równe co do wartości, lecz z przeciwnym znakiem, wierzytelnościom/zadłużeniu netto – pozycji bilansującej rachunek kapitałowy.

Wynika z tego, iż w danym okresie źródła funduszy w przedsiębiorstwie (przychody) są równe ich wykorzystaniu (rozchody). Stąd też na podstawie rachunku przepływów funduszy możliwe jest oszacowanie struktury finansowania inwestycji rzeczowych w sektorze przedsiębiorstw (tab. 1).

Trzeba mieć jednak świadomość, że część pozyskanych przez przedsiębiorstwa funduszy przeznaczana jest na akumulację finansowych, a nie rzeczowych aktywów. 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). Podejście takie zainicjował Colin Mayer (1988), a rozpropagowali Jenny Corbett i Tim Jenkinson (1996 i 1997)[8]. Mierzy ono strukturę finansowania netto inwestycji rzeczowych. Stosując to podejście, nie znajdzie się oczywiście odpowiedzi na pytanie, jak finansowane są konkretne projekty inwestycyjne, określić jednak będzie można znaczenie różnych źródeł funduszy w finansowaniu inwestycji rzeczowych sektora przedsiębiorstw w określonym przedziale czasu.

[8] Szerzej: C. Mayer, *New issues in corporate finance*, „European Economic Review" 1988, nr 32; J. Corbett, T. Jenkinson, *How is investment financed? A study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United States*, The Manchester School Supplement, Blackwell Publishers, Oxford 1997; J. Corbett, T. Jenkinson, *The financing of industry, 1970-1989: An international comparison*, „Journal of the Japanese and International Economies" 1996, nr 10.

Tabela 1. Rachunek przypływu funduszy

| Metoda „spłaty netto” | |
|---|---|
| Przychody brutto | Rozchody brutto |
| 1. Wewnętrzne<br>2. Pożyczki bankowe<br>3. Akcje wyemitowane<br>4. Obligacje wyemitowane<br>5. Pozostałe kwoty do otrzymania/zapłacenia<br>6. Transfery kapitałowe<br>7. Inne<br>8. PRZYCHODY OGÓŁEM | 9. Gotówka i depozyty<br>10. Akcje zakupione<br>11. Obligacje zakupione<br>12. Pozostałe kwoty do otrzymania/zapłacenia<br>13. Transfery kapitałowe<br>14. Inne<br>15. Inwestycje rzeczowe<br>16. ROZCHODY OGÓŁEM |
| Metoda „zbilansowania netto” | |
| Przychody netto | Rozchody netto |
| Wewnętrzne (1)<br>Bankowe netto (2-9)<br>Akcje netto (3-10)<br>Obligacje netto (4-11)<br>Pozostałe kwoty do otrzymania/zapłacenia netto (5-12)<br>Transfery kapitałowe netto (6-13)<br>Inne netto (7-14)<br>PRZYCHODY NETTO (8-9-10-11-12-13-14) | INWESTYCJE RZECZOWE (15) |

Uwagi: wewnętrzne = oszczędności brutto; pożyczki bankowe = pożyczki krótkoterminowe + długoterminowe; obligacje = papiery wartościowe inne niż akcje; akcje = akcje i inne udziały kapitałowe; pozostałe kwoty do otrzymania/zapłacenia = kredyty handlowe i zaliczki + pozostałe kwoty do otrzymania/zapłacenia poza kredytami handlowymi i zaliczkami; transfery kapitałowe = transfery kapitałowe otrzymane/płacone; inne = rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe; gotówka i depozyty = gotówka i depozyty + pożyczki krótkoterminowe + pożyczki długoterminowe; inwestycje rzeczowe = akumulacja = nakłady brutto na środki trwałe + przyrost rzeczowych środków obrotowych + przyrost aktywów o wyjątkowej wartości.

Źródło: A. Samborski, *Wykorzystanie rachunków narodowych w analizach ekonomicznych*, w: *Podstawy metodologii badań w naukach o zarządzaniu*, red. nauk. W. Czakon, Oficyna Wolters Kluwer Business, Warszawa 2011, s. 160.

Nie jest to oczywiście podejście powszechnie akceptowane w literaturze. Andreas Hackethal i Reinhard Schmidt (2004) proponują, by szacowanie struktury finansowania przedsiębiorstw opierać na wartościach brutto, a nie netto, jak ma to miejsce zarówno w metodzie „spłaty netto” czy „zbilansowania netto”[9]. W przypadku jednak zastosowania tego podejścia pojawia się problem wiarygodności danych liczbowych. Jak argumentuje Alex Cobham (2004)[10], podejście oparte na przepływach brutto pełne jest nieistotnych rozważań, co wypacza uzyskane wyniki. Jej zdaniem podejście oparte na przepływach netto jest konceptualnie i praktycznie lepsze, a tym samym właściwe[11].

[9] Szerzej: A. Hackethal, R. Schmidt, *Financing patterns: measurement concepts and empirical results*, „Finance and Accounting Working Paper” nr 33, University of Frankfurt, Frankfurt 2004.

[10] Szerzej: A. Cobham, *Sources of finance for European investment*, UNU, Maastricht 2004.

[11] A. Samborski, *Wykorzystanie rachunków narodowych…*, s. 157-160.

## 3. Koniunktura w gospodarce polskiej w latach 1995-2010

Na przestrzeni lat powstało wiele teorii mających na celu wyjaśnienie istoty zjawiska wahań koniunkturalnych w gospodarce. Żadna jednak z nich nie potrafi w pełni go wyjaśnić. Przyczyn należy upatrywać w złożoności samego zjawiska, które dotyka bez wyjątku wszystkich aspektów życia społeczno-gospodarczego. Wahania aktywności gospodarczej, szczególnie obecnie, podlegają ciągłym zmianom modyfikującym ich przebieg. W tej złożoności wzajemnie oddziaływujących na siebie zjawisk trudno jest jednoznacznie stwierdzić, czy określona zmiana jest przyczyną, czy też skutkiem wypływającym z mechanizmu cyklu koniunkturalnego. W grę wchodzić więc może wiele wyjaśnień zjawiska wahań koniunkturalnych.

We współczesnej gospodarce występuje równocześnie wiele rodzajów wahań aktywności gospodarczej. Są to nie tylko cykle koniunkturalne, ale również wahania przypadkowe i sezonowe oraz zjawiska o charakterze lokalnym odnoszące się do określonego sektora gospodarki[12]. Koniunkturę gospodarczą można badać, stosując różne mierniki (np. produkcji, cen, inwestycji, zatrudnienia itd.) czy też wskaźniki syntetyczne. W niniejszym artykule poziom aktywności gospodarczej jest badany za pomocą zmian realnego PKB[13].

W latach 1995-2010 rozwój gospodarki polskiej mierzony dynamiką PKB w ujęciu realnym charakteryzował się tendencją wzrostową. Odnotować można jednak dość znaczące wahania aktywności gospodarczej. O poziomie i tempie wzrostu gospodarczego decydował w przeważającej mierze popyt krajowy, a głównie spożycie, stanowiące w Polsce w badanym okresie ok. 80% PKB. W poszczególnych latach okresu 1995-2010 silnie zmieniała się struktura popytu krajowego, tj. relacje pomiędzy spożyciem a akumulacją. Przyczyn należy upatrywać w dużej wrażliwości zwłaszcza akumulacji na zmiany koniunktury. W efekcie w poszczególnych latach różne elementy składowe popytu decydowały o wzroście gospodarczym[14].

W okresie 1995-1997 mieliśmy do czynienia z przyśpieszonym wzrostem gospodarczym, który kształtował się w przedziale 6-7% (tab. 2). Wzrost ten w dużej mierze opierał się na dokonaniach pierwszego okresu transformacji,

---

[12] H. Pałaszewski, *Cykl koniunkturalny we współczesnym świecie*, „Miscellanea Oeconomicae Uniwersytetu Humanistyczno-Przyrodniczego w Kielcach" 2009, nr 1.

[13] E. Mossakowska, *Wpływ zmian koniunktury na rynek pracy w Polsce w latach 2003-2007*, www.ue.katowice.pl/images/user/File/katedra_ekonomii/E.Mossakowska_Wplyw_zmian_koniunktury_na_rynek_pracy_w_Polsce_w_latach_2003-2007.pdf [20.08.2012].

[14] *Raport Polska 2011. Gospodarka – Społeczeństwo – Regiony,* red. nauk. P. Żuber, S. Sudaka, MRR, Warszawa 2011, s. 6.

Tabela 2. Dekompozycja popytowa PKB w latach 1995 – 2010 (w pkt. proc.)

| Lata | Spożycie indywidualne | Spożycie zbiorowe | Akumulacja | | | Eksport netto | PKB |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | W tym: | | | |
| | | | | Nakłady brutto na środki trwałe | Zapasy | | |
| 1995 | 1,9 | 0,7 | 4,4 | – | – | 0 | 7,0 |
| 1996 | 5,4 | 0,2 | 4,3 | – | – | –3,9 | 6,0 |
| 1997 | 4,4 | 0,5 | 5,1 | – | – | –3,2 | 6,8 |
| 1998 | 3,1 | 0,2 | 3,6 | – | – | –2,1 | 4,8 |
| 1999 | 3,4 | 0,2 | 1,6 | – | – | –1,1 | 4,1 |
| 2000 | 1,8 | 0,2 | 1,0 | – | – | 1,0 | 4,0 |
| 2001 | 1,3 | 0,1 | –2,6 | – | – | 2,2 | 1,0 |
| 2002 | 2,2 | 0,1 | –1,3 | – | – | 0,4 | 1,4 |
| 2003 | 2,0 | 0,1 | 0,6 | – | – | 1,1 | 3,8 |
| 2004 | 3,1 | 0,5 | 2,7 | 1,1 | 1,6 | –1,0 | 5,3 |
| 2005 | 1,3 | 0,9 | 0,3 | 1,2 | –0,9 | 1,1 | 3,6 |
| 2006 | 3,1 | 1,0 | 3,1 | 2,7 | 0,4 | –1,1 | 6,2 |
| 2007 | 3,0 | 1,1 | 5,1 | 3,4 | 0,8 | –2,1 | 6,8 |
| 2008 | 3,4 | 1,4 | 1,0 | 2,1 | –0,8 | –0,6 | 5,1 |
| 2009 | 1,3 | 2,0 | –2,7 | –0,3 | –2,4 | 2,7 | 1,6 |
| 2010 | 1,9 | 0,6 | 1,7 | –0,2 | 1,9 | –0,6 | 3,8 |

Źródło: *Polska 2005. Raport o stanie gospodarki*, MGiP, Warszawa 2005, s. 36; *Polska 2009. Raport o stanie gospodarki*, MGiP, Warszawa 2009, s. 65; *Polska 2011. Raport o stanie gospodarki*, MGiP, Warszawa 2011, s. 85.

a dokładniej – na szerokim wyzwoleniu prywatnej przedsiębiorczości. Czynnikiem napędzającym wzrost była bardzo wysoka dynamika popytu krajowego, zarówno akumulacji, jak i spożycia. Dekompozycja popytowa PKB, z uwzględnieniem spożycia indywidualnego i zbiorowego, akumulacji oraz eksportu netto, wskazuje, że w latach 1995 i 1997 głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego był wzrost akumulacji, a w roku 1996 przesądzał o nim wzrost spożycia indywidualnego. Wysoka dynamika popytu krajowego została jednak osiągnięta drogą wysokiego tempa wzrostu importu. Mimo liberalizowania importu zaniechano jakichkolwiek działań prokonkurencyjnych, w efekcie czego nastąpiło pogorszenie salda obrotów handlu zagranicznego Polski. Nadmierny wzrost popytu krajowego w relacji do PKB stał się przyczyną wystąpienia znacznych napięć w gospodarce w kolejnych latach.

Po trwającym od 1992 r. okresie intensywnego wzrostu, w latach 1998-2002 gospodarka polska weszła w fazę spowolnienia gospodarczego. Dynamika PKB w ujęciu realnym w 1998 r. wynosiła jeszcze 4,8% w stosunku do roku poprzedniego, a w roku 2002 już jedynie 1,4%. Wyraźnie spadła dynamika spożycia i akumulacji. Co więcej, w latach 2001-2002 nastąpił realny spadek akumulacji w gospodarce narodowej. Dynamikę eksportu i importu cechowała duża niestabilność. W efekcie rola poszczególnych czynników popytowych wpływających

na dynamikę PKB była różna. Spożycie indywidualne i zbiorowe, rosnące nawet w czasie spowolnienia gospodarczego, przyczyniało się do wzrostu PKB przez cały okres 1998-2002. Wkład akumulacji we wzrost gospodarczy był dodatni do końca 2000 r., zaś silnie ujemny w latach 2001-2002. Sytuacja odwrotna zaistniała natomiast w przypadku wkładu eksportu netto we wzrost PKB. Do końca 1999 r. jego wpływ na wzrost gospodarczy był ujemny. Począwszy jednak od 2000 r., eksport netto przyczyniał się do wzrostu PKB, stanowiąc nawet w 2001 r. główny popytowy czynnik jego wzrostu[15]. Zahamowanie dynamiki wzrostu PKB z przełomu lat 1998-1999 wywołał w dużej mierze kryzys rosyjski, który przyczynił się do ograniczenia popytu na wiele polskich towarów. W odróżnieniu jednak od sytuacji z przełomu lat 1998-1999, spowolnienie w latach 2001-2002 zostało spowodowane także wewnętrzną polityką makroekonomiczną, a konkretnie – polityką pieniężną, gdyż finanse publiczne wykazywały duży deficyt[16].

W 2003 r. nastąpiło wyraźne przyspieszenie wzrostu gospodarczego i było kontynuowane aż do roku 2008. Średnioroczny wzrost PKB w całym tym okresie szacuje się na ponad 5%. Wśród przyczyn przyspieszenia obserwowanego w gospodarce narodowej po 2003 r. wskazuje się czynniki zewnętrzne, takie jak akcesja Polski do UE czy poprawa koniunktury globalnej. Przełożyły się one na poprawę uwarunkowań wewnętrznych[17]. Na wysokim poziomie utrzymywały się dynamiki podstawowych kategorii makroekonomicznych, takich jak: spożycie, akumulacja, eksport i import. Zmienność tempa wzrostu owych kategorii makroekonomicznych w poszczególnych latach była jednak dość duża, co przyczyniało się do zmian w strukturze rozdysponowania PKB. W efekcie wkład poszczególnych czynników we wzrost gospodarczy w analizowanym okresie był różny. W latach 2003 i 2005 podstawowymi czynnikami sprawczymi wzrostu gospodarczego było spożycie indywidualne i eksport netto. W 2004 r. spożycie indywidualne oraz akumulacja, związana jednak z odbudową zapasów w przedsiębiorstwach. W okresie 2006-2007 największą kontrybucję we wzrost gospodarczy miało spożycie indywidualne oraz akumulacja związana z nakładami brutto na środki trwałe. Natomiast w 2008 r., obok spożycia indywidualnego, kluczowe znaczenie dla wzrostu gospodarczego miało spożycie zbiorowe[18].

Głębokie zaburzenia procesów rozwojowych, jakie nastąpiły w gospodarkach wielu krajów w wyniku globalnego kryzysu finansowego, wyhamowały tempo wzrostu gospodarczego w Polsce. W 2009 r. realny wzrost PKB wyniósł zaledwie

[15] *Polska 2005. Raport o stanie gospodarki*, MGiP, Warszawa 2005, s. 32, 36.

[16] A. Samborski, *Finansowanie przedsiębiorstw poprzez emisje papierów wartościowych – diagnoza uwarunkowań i zależności*, AE, Katowice 2007, s. 200-2001.

[17] E. Mossakowska, op. cit.

[18] *Polska 2005. Raport o stanie gospodarki*, op. cit., s. 36; *Polska 2009. Raport o stanie gospodarki*, MGiP, Warszawa 2009, s. 65; *Polska 2011. Raport o stanie gospodarki*, MGiP, Warszawa 2011, s. 85.

1,6%. W ujęciu realnym w stosunku do roku poprzedniego nastąpił drastyczny spadek akumulacji i importu oraz w nieco mniejszym stopniu eksportu. Nieznacznie wzrosło spożycie. Dekompozycja popytowa PKB wskazuje, że głównymi czynnikami wzrostu gospodarczego w 2009 r. były eksport netto i spożycie zbiorowe.

W 2010 r. gospodarka polska nieco przyspieszyła, uzyskując wzrost gospodarczy na poziomie 3,8%. Wzrosła dynamika podstawowych kategorii makroekonomicznych w ujęciu realnym, takich jak: spożycie, akumulacja, eksport i import. Głównymi czynnikami wzrostu gospodarczego były spożycie indywidualne oraz akumulacja, a przede wszystkim odbudowa zapasów w przedsiębiorstwach, po ich drastycznym obniżeniu rok wcześniej.

Warto w tym miejscu zauważyć, że wielka recesja ograniczyła, lecz nie powstrzymała rozwoju gospodarki polskiej. Do podtrzymania aktywności gospodarczej w okresie pogarszania koniunktury w latach 2008-2009 przyczyniła się znaczna ekspansja fiskalna. W efekcie jednak wzrósł deficyt i zadłużenie sektora instytucji rządowych i samorządowych[19].

## 4. Sytuacja ekonomiczna sektora przedsiębiorstw w okresie 1995-2010

Do sektora przedsiębiorstw zaliczono jednostki instytucjonalne, których podstawową funkcją jest produkcja wyrobów i usług niefinansowych celem ich sprzedaży na rynku. Przychody ze sprzedaży produkcji są głównym źródłem przychodów jednostek tego sektora. Cechą charakterystyczną tych jednostek jest zatrudnienie siły najemnej, odrębność jednostki organizacyjnej od fizycznej osoby właściciela i prowadzenie ksiąg rachunkowych[20].

Oceniając sytuację ekonomiczną sektora przedsiębiorstw na podstawie rachunków narodowych, warto dokonać analizy wzajemnych relacji między takimi kategoriami, jak: wartość dodana brutto, nadwyżka operacyjna brutto, dochody do dyspozycji brutto, oszczędności, koszty związane z zatrudnieniem, nakłady brutto na środki trwałe. Szerszego wyjaśnienia wymagają pojęcia „wartości dodanej brutto", „nadwyżki operacyjnej brutto", „dochodów do dyspozycji brutto" czy „oszczędności". Wartość dodana brutto to wartość tworzona przez sektor przedsiębiorstw zaangażowany w działalność produkcyjną[21]. Nadwyżka operacyjna brutto to ta część wartości dodanej, która stanowi dochód sektora przedsiębiorstw z tytułu prowadzenia działalności produkcyjnej oraz posiadania kapitału.

---

[19] *OECD Economic Surveys Poland,* OECD, Paris 2012.

[20] *Rachunki narodowe według sektorów i podsektorów instytucjonalnych 2005-2007*, GUS, Warszawa 2009, s. 27.

[21] *Europejski system rachunków*..., s. 281.

Tabela 3. Sytuacja w sektorze przedsiębiorstw w latach 1995-2010 (w pkt. proc.)

| Lata | Koszty związane z zatrudnieniem do wartości dodanej brutto | Nadwyżka operacyjna brutto do wartości dodanej brutto | Nakłady brutto na środki trwałe do dochody do dyspozycji brutto | Udział sektora przedsiębiorstw w tworzeniu PKB |
|---|---|---|---|---|
| 1995 | 62,8 | 34,7 | 169,8 | 38,9 |
| 1996 | 65,9 | 31,4 | 162,8 | 38,7 |
| 1997 | 64,1 | 33,4 | 170,8 | 40,0 |
| 1998 | 64,6 | 33,1 | 188,6 | 40,8 |
| 1999 | 63,6 | 34,2 | 197,2 | 40,0 |
| 2000 | 61,3 | 36,7 | 174,9 | 39,8 |
| 2001 | 64,0 | 33,8 | 157,0 | 39,0 |
| 2002 | 59,7 | 38,0 | 124,7 | 38,6 |
| 2003 | 56,0 | 42,1 | 89,8 | 39,4 |
| 2004 | 50,7 | 47,4 | 91,5 | 41,3 |
| 2005 | 50,8 | 47,2 | 87,2 | 40,9 |
| 2006 | 50,0 | 47,1 | 99,4 | 41,6 |
| 2007 | 51,0 | 47,0 | 127,7 | 41,6 |
| 2008 | 53,0 | 44,9 | 109,8 | 42,0 |
| 2009 | 49,0 | 49,2 | 82,5 | 44,0 |
| 2010 | 50,2 | 47,8 | 66,4 | 43,9 |

Źródło: *National Accounts, Poland*, Eurostat, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home [20.08.2012].

Dochody do dyspozycji równe w sektorze przedsiębiorstw oszczędnościom są to dochody, które mogą być przeznaczone na powiększenie majątku trwałego i obrotowego (oszczędności nie należy utożsamiać z pojęciem oszczędności jako nagromadzenia środków pieniężnych w bankach)[22].

W badanym okresie sektor przedsiębiorstw odegrał kluczową rolę w kształtowaniu produktu krajowego brutto. Jego udział w tworzeniu PKB wzrósł z 39% w 1995 do 44% w 2010 r. (tab. 3). W tym czasie wyraźnie spadł udział kosztów związanych z zatrudnieniem w wytwarzanej przez przedsiębiorstwa wartości dodanej brutto z 63 do 50%. W latach 1995-2010 udział nadwyżki operacyjnej brutto sektora przedsiębiorstw w wartości dodanej brutto wzrósł z 35 do 48%. Oznacza to spadek wartości dodanej brutto transferowanej do innych sektorów instytucjonalnych. Wynika z tego, że w poszczególnych latach przedsiębiorstwa zwiększały margines swobody w zakresie finansowania własnej działalności inwestycyjnej.

W okresie 1995-2010 na wypracowane przez przedsiębiorstwa dochody do dyspozycji brutto w największym stopniu wpływało saldo dochodów z tytułu własności. Głównie odsetki od zaciągniętych przez przedsiębiorstwa kredytów, wypłacone dywidendy oraz kwota podatku dochodowego.

[22] *System rachunków narodowych (SRN)*, t. I, GUS, Warszawa 1996, s. 89, 92.

Sektor przedsiębiorstw swoje dochody do dyspozycji (równe oszczędnościom) przeznaczał głównie na inwestycje w środki trwałe. W latach 1995-2002 oraz 2007-2008 wartość nakładów brutto była wyższa niż wartość dochodów do dyspozycji brutto. W latach 2003-2006, jak i 2009-2010 zanotowano natomiast tendencję odwrotną, kiedy to poziom nakładów brutto na środki trwałe był niższy niż dochody do dyspozycji brutto[23].

## 5. Finansowanie inwestycji rzeczowych w polskim sektorze przedsiębiorstw w latach 1995-2010

W latach 1995-2010 wraz ze zmianami w koniunkturze gospodarczej nie nastąpiły wyraźne zmiany w strukturze finansowania inwestycji rzeczowych w sektorze przedsiębiorstw. W analizowanym czasie głównym źródłem finansowania inwestycji rzeczowych pozostawały środki wewnętrzne (tab. 4). Wyodrębnić można jednak dwa okresy, tj. lata 1995-2000, kiedy to w znacznie większym stopniu inwestycje rzeczowe finansowane były ze źródeł zewnętrznych, oraz lata 2001-2010, kiedy to udział źródeł zewnętrznych w finansowaniu inwestycji rzeczowych wyraźnie zmalał. Podstawowym zewnętrznym źródłem finansowania inwestycji rzeczowych pomiędzy rokiem 1995 a 2000 pozostawały tradycyjne instrumenty o charakterze dłużnym, tj. pożyczki długo- i krótkoterminowe, kredyty handlowe oraz inne zobowiązania krótkoterminowe. Marginalne znaczenie odegrały natomiast obligacje. Pamiętać należy, że jest to instrument finansowy, z którego korzystają przede wszystkim duże przedsiębiorstwa, a Polska jest krajem, w którym wyraźnie dominuje sektor MSP. Jednocześnie w tym czasie w finansowaniu inwestycji rzeczowych w sektorze przedsiębiorstw spadł udział transferów kapitałowych, co po części związane jest z intensywnymi działaniami prywatyzacyjnymi tamtego okresu. Istotnym źródłem finansowania inwestycji rzeczowych były natomiast akcje i inne udziały kapitałowe. Uwaga ta nie dotyczy 1995 i 2000 r. W okresie 2001-2010 wyraźnie wzrosło znaczenie źródeł wewnętrznych w finansowaniu inwestycji rzeczowych. Instrumenty dłużne w tym czasie pozostawały niestabilnym źródłem finansowania. W latach 2003, 2004, 2005, 2009 i 2010 poziom finansowania bankowego osiągnął wartości ujemne. Oznacza to, że nastąpiło odwrócenie strumienia środków finansowych, który zaczął płynąć z sektora przedsiębiorstw do sektora bankowego. Z podobną sytuacją mieliśmy do czynienia w przypadku pozostałych kwot do otrzymania/zapłacenia (w tym kredytów handlowych). Wartości ujemne odnotowano dla lat 2002, 2003, 2005, 2006, 2008, 2010. Marginalne znaczenie w finansowaniu inwestycji rzeczowych odegrały, tak jak poprzednio, obligacje. Wzrosła natomiast

[23] *Rachunki narodowe według sektorów i podsektorów instytucjonalnych 2006-2009*, op. cit., s. 28-32; *Rachunki narodowe według sektorów i podsektorów instytucjonalnych 2000-2005*, GUS, Warszawa 2007, s. 30-37.

Tabela 4. Struktura finansowania inwestycji rzeczowych
w polskim sektorze przedsiębiorstw w latach 1995-2010 (w pkt. proc.)

| Lata | Wewnętrzne | Bankowe netto | Akcje netto | Obligacje netto | Pozostałe kwoty do otrzymania/zapłacenia netto | Transfery kapitałowe netto | Inne netto |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1995 | 54,7 | 30,1 | –0,1 | –4,7 | 23,2 | 6,9 | –0,6 |
| 1996 | 56,6 | 22,6 | 12,6 | 0,0 | 9,1 | 8,3 | –0,9 |
| 1997 | 54,7 | 13,7 | 18,2 | –5,6 | 30,0 | 5,1 | 0,4 |
| 1998 | 50,0 | 23,4 | 17,8 | 3,2 | 8,4 | 6,3 | –0,9 |
| 1999 | 48,2 | 5,9 | 23,1 | 8,1 | 13,9 | 2,3 | –0,6 |
| 2000 | 53,8 | 20,7 | –15,3 | 4,9 | 34,5 | 1,9 | –0,9 |
| 2001 | 63,1 | 8,7 | –2,8 | 2,4 | 27,4 | 3,1 | –1,3 |
| 2002 | 81,8 | 12,4 | 11,4 | 1,6 | –9,9 | 2,3 | –0,4 |
| 2003 | 106,6 | –9,4 | 30,0 | –17,4 | –15,7 | 6,8 | –1,1 |
| 2004 | 93,8 | –24,1 | 36,7 | –5,8 | 7,9 | 5,3 | –1,1 |
| 2005 | 104,2 | –8,6 | 12,5 | 4,6 | –4,5 | 5,6 | –0,2 |
| 2006 | 88,0 | 13,6 | 26,4 | 2,8 | –9,9 | 7,4 | –1,0 |
| 2007 | 63,8 | 21,1 | 30,2 | 2,0 | 15,2 | 5,4 | –0,5 |
| 2008 | 81,0 | 32,2 | –9,7 | –0,1 | –0,7 | 6,5 | –0,7 |
| 2009 | 125,9 | –12,5 | 20,1 | –1,8 | 3,0 | 11,2 | –0,8 |
| 2010 | 139,3 | –19,4 | –7,4 | –3,4 | –14,3 | 6,7 | –1,3 |

Źródło: *National Accounts, Poland*, Eurostat, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home [20.08.2012].

rola transferów kapitałowych w finansowaniu inwestycji rzeczowych w sektorze przedsiębiorstw. Po części dzięki rosnącym dotacjom na inwestycje finansowanym ze źródeł Unii Europejskiej.

## 6. Uwagi końcowe

Warto w tym miejscu zastanowić się nad przyczynami zmian w strukturze finansowania inwestycji rzeczowych w polskim sektorze przedsiębiorstw w latach 1995-2010. W analizowanym okresie nastąpił głęboki spadek udziału finansowania bankowego w ogóle źródeł finansowania netto. Wzrósł natomiast wyraźnie udział finansowania wewnętrznego.

Na podstawie uzyskanych przez Corbetta i Jenkinsona (1997) wyników można stwierdzić, że między finansowaniem wewnętrznym a finansowaniem bankowym w przedsiębiorstwach czołowych krajów przemysłowych w latach 1970-1994 zachodzi dość silna zależność korelacyjna ujemna[24]. Zależność taką zaobserwować można również w Polsce. Ta ujemna zależność korelacyjna między odset-

[24] Szerzej: J. Corbett, T. Jenkinson, *How is investment…*; J. Corbett, T. Jenkinson, *The financing of industry, 1970-1989…*

kiem wewnętrznego i bankowego finansowania jest efektem nałożenia się na siebie dwóch mechanizmów. Z jednej strony, na poziom finansowania wewnętrznego trzeba spojrzeć poprzez pryzmat zmian w wartości inwestycji rzeczowych. Do roku 2000 wartość nominalna inwestycji rzeczowych w sektorze przedsiębiorstw wyraźnie rosła. Później w stosunku do 2000 r. malała. Dopiero w 2006 r. wartość nominalna inwestycji rzeczowych w sektorze przedsiębiorstw przekroczyła poziom z 2000 r. W latach 2006-2008 rosła, później znów zmalała. Przyczyn wzrostu znaczenia źródeł wewnętrznych w finansowaniu inwestycji rzeczowych doszukiwać się można w kontekście teorii hierarchii metod finansowania[25]. Zgodnie z argumentacją Myersa w pierwszej kolejności przedsięwzięcia inwestycyjne są finansowane ze źródeł wewnętrznych. Następnym źródłem finansowania są instrumenty dłużne. Na samym dole hierarchii znajdują się walory udziałowe. W przypadku instrumentów udziałowych trzeba zaznaczyć, że w badanym okresie działalność przedsiębiorstw polegająca na nabywaniu własnych akcji nie odegrała istotnej roli. Z drugiej jednak strony, na poziom inwestycji rzeczowych trzeba spojrzeć przez pryzmat dostępności źródeł finansowania, szczególnie bankowego, tak istotnego w gospodarce zdominowanej przez sektor MSP. Zakładając, że poziom finansowania wewnętrznego jest stały w krótkim okresie, a dostępność innych źródeł finansowania jest ograniczona, wówczas zmiany w finansowaniu bankowym prowadzą do równoważnych zmian w poziomie inwestycji rzeczowych, a tym samym do zmian w udziale finansowania wewnętrznego. Przyczyn zmian w finansowaniu inwestycji rzeczowych w polskim sektorze przedsiębiorstw upatrywać więc należy także w skłonności instytucji finansowych do pożyczania środków finansowych firmom. Skłonność ta w latach 1995-2010 wyraźnie zmalała. Trzeba w tym miejscu zwrócić ponadto uwagę na dużą aktywność na rynku źródeł finansowania sektora publicznego i w konsekwencji wystąpienie efektu wypychania sektora prywatnego z obiegu gospodarczego, czyli alokację części zasobów poza sektorem ściśle gospodarczym[26].

## Literatura

Cobham A., *Sources of finance for European investment*, UNU, Maastricht 2004.

Corbett J., Jenkinson T., *How is investment financed? A study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United States*, „The Manchester School Supplement", Blackwell Publishers, Oxford 1997.

Corbett J., Jenkinson T., *The financing of industry, 1970-1989: An international comparison*, „Journal of the Japanese and International Economies" 1996, nr 10.

*Europejski system rachunków narodowych i regionalnych. ESA 1995*, GUS, Warszawa 2000.

[25] Szerzej: S. Myers, *The capital structure puzzle*, „Journal of Finance" 1984, nr. 39.

[26] A. Samborski, *Finansowanie inwestycji rzeczowych – doświadczenia polskiego sektora przedsiębiorstw*, w: *Nowoczesność przemysłu i usług. Konkurencja i kooperacja w strategiach zarządzania organizacjami*, red. nauk. J. Pyka, TNOiK, Katowice 2009, s. 242-243.

Hackethal A., Schmidt R., *Financing patterns: measurement concepts and empirical results*, „Finance and Accounting Working Paper" nr 33, University of Frankfurt, Frankfurt 2004.
Lada K., *Znaczenie rachunków narodowych w analizach ekonomicznych*, w: *Rachunki narodowe. Wybrane problemy i przykłady zastosowań*, red. nauk. M. Plich, GUS, Departament Rachunków Narodowych, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Warszawa – Łódź 2008, s. 27-37.
Mayer C., *New issues in corporate finance*, „European Economic Review" 1988, nr 32.
Mossakowska E., *Wpływ zmian koniunktury na rynek pracy w Polsce w latach 2003-2007*, www.ue.katowice.pl/images/user/File/katedra_ekonomii/E.Mossakowska_Wplyw_zmian_koniunktury_na_rynek_pracy_w_Polsce_w_latach_2003-2007.pdf [20.08.2012].
Myers S., *The capital structure puzzle*, „Journal of Finance" 1984, nr 39.
*National Accounts, Poland*, Eurostat, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home [20.08.2012].
*OECD Economic Surveys Poland*, OECD, Paris 2012.
Pałaszewski H., *Cykl koniunkturalny we współczesnym świecie*, „Miscellanea Oeconomicae Uniwersytetu Humanistyczno-Przyrodniczego w Kielcach" 2009, nr 1.
*Polska 2005. Raport o stanie gospodarki*, MGiP, Warszawa 2005.
*Polska 2009. Raport o stanie gospodarki*, MGiP, Warszawa 2009.
*Polska 2011. Raport o stanie gospodarki*, MGiP, Warszawa 2011.
*Rachunki narodowe według sektorów i podsektorów instytucjonalnych 2000-2005*, GUS, Warszawa 2007.
*Rachunki narodowe według sektorów i podsektorów instytucjonalnych 2005-2007*, GUS, Warszawa 2009.
*Rachunki narodowe według sektorów i podsektorów instytucjonalnych 2006-2009*, GUS, Warszawa 2011.
*Raport Polska 2011. Gospodarka – Społeczeństwo – Regiony*, red. nauk. P. Żuber, S. Sudaka, MRR, Warszawa 2011, s. 6.
Samborski A., *Finansowanie inwestycji rzeczowych – doświadczenia polskiego sektora przedsiębiorstw*, w: *Nowoczesność przemysłu i usług. Konkurencja i kooperacja w strategiach zarządzania organizacjami*, red. nauk. J. Pyka, TNOiK, Katowice 2009.
Samborski A., *Finansowanie przedsiębiorstw poprzez emisje papierów wartościowych – diagnoza uwarunkowań i zależności*, AE, Katowice 2007.
Samborski A., *Wykorzystanie rachunków narodowych w analizach ekonomicznych*, w: *Podstawy metodologii badań w naukach o zarządzaniu*, red. nauk. W. Czakon, Oficyna Wolters Kluwer Business, Warszawa 2011.
*System rachunków narodowych (SRN)*, t. I, GUS, Warszawa 1996.

## Financing of Real Investments during an Economic Slowdown: the Experience of Polish Companies

***Abstract.*** *This paper aims to analyze the economic condition of Poland between 1995 and 2010, as well as analyzing its impact on the financing of investments in tangibles by Polish companies. To identify the sources of funding, the author has used available national statistics and country reports. The data used in estimating Polish companies' expenditures on the purchase of tangible assets comes from two accounts: the capital investment account and the financial account. As a result, it can be ascertained that between 1995 and 2010 there were two significant changes in the sources of funding for tangible asset purchases by Polish companies. The changes are traceable to the overlap of two mechanisms: preference given by businesses to using their own funds in financing real investments, and financial institutions' growing reluctance toward lending to business companies.*

***Keywords:*** *corporate financing, fixed investment, national accounts*