

# Rozdział 5

Joanna Błach, Elżbieta Bukalska, Bogna Kaźmierska-Józwiak

## ZOBOWIĄZANIA JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA POLSKICH PRZEDSIĘBIORSTW W LATACH 2017–2022

### Wprowadzenie

W czasie kryzysu przedsiębiorstwa mają ograniczony dostęp do źródeł kapitału obcego ze względu na zmniejszoną podaż kredytu i zaostrzone warunki dostępu do finansowania dyktowane przez banki komercyjne<sup>1</sup>. Jednocześnie zmniejszeniu ulega zapotrzebowanie zgłaszane przez przedsiębiorstwa na nowe źródła finansowania dłużnego ze względu na spadek rentowności prowadzonej przez nie działalności gospodarczej, zwiększoną zmienność przychodów ze sprzedaży oraz wzrost kosztów finansowania dłużnego. Dodatkowo przedsiębiorstwa odczuwające wahania w poziomie przepływów pieniężnych mogą poszukiwać krótkoterminowych źródeł zasilania poprawiających płynności finansową<sup>2</sup>. Oznacza to konieczność podejmowania decyzji o poziomie zadłużenia przedsiębiorstwa z większą ostrożnością, z uwzględnieniem zmian zachodzących w jego otoczeniu makroekonomicznym. Okres kryzysu może więc charakteryzować się znaczną zmiennością struktury finansowania przedsiębiorstw, w tym zwłaszcza w obszarze zobowiązań. Ostatnie lata naznaczone były kryzysami – lata 2020–2021 kryzysem wywołanym pandemią COVID-19 i rok 2022 kryzysem związanym z inwazją Rosji na Ukrainę.

Celem opracowania jest zaprezentowanie zmian struktury finansowania polskich przedsiębiorstw w latach 2017–2022 ze szczególnym uwzględnieniem zmian struktury zobowiązań. Badania struktury finansowania polskich przedsiębiorstw przeprowadzono z uwzględnieniem ich podziału na małe, średnie i duże podmioty, zgodnie z podejściem stosowanym przez Główny Urząd Statystyczny (GUS). Analizę źródeł finansowania polskich przedsiębiorstw w ujęciu zagregowanym przeprowadzono na tle zmian sytuacji makroekonomicznej w Polsce z uwzględnieniem kwestii dostęp-

---

<sup>1</sup> R. Deyoung, A. Gron, G. Torna, A. Winton: *Risk overhang and loan portfolio decisions: small business loan supply before and during the financial crisis*. *Journal of Finance* 2015, no. 70(6), pp. 2451–2488; V. Ivashina, D. Scharfstein: *Bank lending during the financial crisis of 2008*. *Journal of Financial Economics* 2010, no. 97(3), pp. 319–338.

<sup>2</sup> L. Li, P. E. Strahan, S. Zhang: *Banks as lenders of first resort: evidence from the COVID-19 crisis*. *Review of Corporate Finance Studies* 2020, no. 9, s. 472–500.

ności źródeł finansowania zewnętrznego. Należy podkreślić, iż wcześniejsze badania przeprowadzone dla polskich przedsiębiorstw dają niejednoznaczne wyniki. Przykładowo Cwynar i inni<sup>3</sup> nie stwierdzili wzrostu zadłużenia polskich przedsiębiorstw podczas kryzysu w latach 2007–2011. Z kolei badania przedsiębiorstw MSP z sektora handlowego wykazały, że wartość zobowiązań długoterminowych wzrosła w okresie pandemii COVID-19 i jednocześnie zmniejszeniu uległa wartość zobowiązań krótkoterminowych<sup>4</sup>. Badania międzynarodowe również wskazują na zdywersyfikowane zachowania przedsiębiorstw w zakresie kształtowania struktury kapitału i wykorzystania zobowiązań w okresie kryzysu<sup>5</sup>.

W rozdziale podjęto więc próbę odpowiedzi na pytanie, jak zmieniała się rola i struktura zobowiązań w finansowaniu polskich przedsiębiorstw w latach 2017–2022 pod wpływem warunków zewnętrznych, ze szczególnym uwzględnieniem okresu kolejnych kryzysów (COVID-19 oraz kryzysu energetycznego i inflacyjnego). Dokonano oceny zakresu wykorzystania zobowiązań długoterminowych i krótkoterminowych w finansowaniu przedsiębiorstw w Polsce w latach 2017–2022 w różnych warunkach gospodarczych (w okresie stabilnym ekonomicznie, w okresie pandemii COVID-19 oraz w trakcie wojny na Ukrainie i w czasie kryzysu energetycznego, a także wysokiej inflacji). Badany okres podzielony został na podokresy: lata 2017–2019 przyjęto jako podokres bazowy (stabilny ekonomicznie, „przedpandemiczny” i przedwojenny), lata 2020–2022 to czas kryzysu – lata 2020–2021 z pandemią COVID-19, charakteryzujące się naprzemiennymi fazami zamykania i otwierania podmiotów gospodarczych, oraz rok 2022 jako czas, w którym w gospodarce obserwowano skutki pandemii i podejmowano starania powrotu do normalnych warunków działania, co jednak zostało przerwane inwazją Rosji na Ukrainę.

Niniejsze opracowanie ma charakter studium teoretyczno-empirycznego. W części teoretycznej zaprezentowano zagadnienia wprowadzające do tematyki finansowania majątku przedsiębiorstw ze wskazaniem roli zobowiązań. Ponadto przedstawiono przegląd badań dotyczących struktury kapitału, z uwzględnieniem czynników determinujących wybór określonych źródeł finansowania oraz zmian struktury kapitału w czasie kryzysu. W części empirycznej dokonano przeglądu danych makroekonomicznych ilustrujących sytuację gospodarczą w Polsce w latach 2017–2022 oraz dokonano analizy danych statystycznych ilustrujących znaczenie i strukturę zobowiązań wykorzystywanych przez polskie przedsiębiorstwa niefinansowe.

<sup>3</sup> A. Cwynar, W. Cwynar, P. Oratowski, M. Stachowicz: *Corporate capital structure determinants over the latest global crisis: the case of Poland*, *Modern Management Review* 2016, XXI, no.23(3), pp. 23–50.

<sup>4</sup> D. Kędzior, M. Kędzior: *Analiza determinantów struktury kapitału małych i średnich przedsiębiorstw należących do sektora handlowego*. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie 2023, nr 1(999), s. 91–115.

<sup>5</sup> A. D'Amato: *Capital structure, debt maturity, and financial crisis: empirical evidence from SMEs*. *Small Business Economics* 2020, no.55, pp. 919–941; A. Demirgüç-Kunt, M.S.M. Peria, T. Tressel: *The impact of the global financial crisis on firms capital structure*. World Bank Policy Research Working Paper 2015.

## Własne i obce źródła finansowania działalności przedsiębiorstwa – w teorii i badaniach empirycznych

Problematyka źródeł finansowania jest istotna na każdym etapie funkcjonowania przedsiębiorstwa. Odpowiednie finansowanie jest bowiem konieczne do zapewnienia ciągłości działania przedsiębiorstwa, utrzymania jego płynności finansowej, zapewnienia rozwoju i realizacji globalnej strategii działania, by maksymalizować wartość dla jego właścicieli. Decyzje dotyczące pozyskiwania źródeł finansowania powinny uwzględniać potrzeby operacyjne i inwestycyjne przedsiębiorstwa. Dla zapewnienia płynności finansowej oraz ciągłości działania konieczne jest pozyskanie, odpowiednich do potrzeb, źródeł finansowania w ujęciu wartościowym i terminowym<sup>6</sup>.

Źródła finansowania przedsiębiorstw można klasyfikować, biorąc pod uwagę<sup>7</sup>:

- prawa i obowiązki dawcy kapitału,
- pochodzenie kapitału,
- czas, na jaki kapitał został oddany przedsiębiorstwu do dyspozycji.

Pod kątem praw i obowiązków dawcy kapitału, wyróżnia się kapitały własne i kapitały obce (zobowiązania). Taka klasyfikacja ma zasadnicze znaczenie w decyzjach finansowych każdego przedsiębiorstwa. Wymienione rodzaje kapitałów cechują się określonymi kosztami, ryzykiem oraz dostępnością<sup>8</sup>. Zarządzający muszą przeanalizować pozytywne i negatywne cechy kapitałów własnych i obcych oraz konsekwencje ich wykorzystania dla bieżącej i przyszłej sytuacji finansowej, w tym zdolności do generowania wartości.

Z uwagi na pochodzenie kapitału wyróżnia się finansowanie wewnętrzne, będące skutkiem prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności operacyjnej, i finansowanie zewnętrzne, pochodzące od różnego rodzaju kapitałodawców funkcjonujących na rynku finansowym. W literaturze wskazuje się na preferowanie przez zarządzających wewnętrznych źródeł finansowania, zgodnie z teorią hierarchii źródeł finansowania (*pecking order theory*)<sup>9</sup>. Samofinansowanie jest szczególnie widoczne w początkowym okresie działalności przedsiębiorstw. Należy jednak podkreślić, że nadmierne wykorzystywanie wewnętrznych źródeł finansowania może skutkować zmniejszeniem potencjału rozwojowego przedsiębiorstwa<sup>10</sup>.

<sup>6</sup> A. Dulinić: *Wybór źródeł finansowania a optymalna struktura kapitału w przedsiębiorstwie*. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia (Mierzenie i ocena wyników przedsiębiorstw) 2015, nr 74, t. 2., s. 73–82.

<sup>7</sup> A. Bielawska: *Finanse przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka*. Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2000, s. 51.

<sup>8</sup> J. Grzywacz: *Źródła i struktura kapitału w przedsiębiorstwie – iluzja a rzeczywistość*. Nauki Ekonomiczne 2021, nr XXXIII, s. 11–12.

<sup>9</sup> J. Kubiak: *Teoria hierarchii a pozyskiwanie źródeł finansowania przez małe i średnie przedsiębiorstwa (w:) Współczesne finanse – stan i perspektywy rozwoju finansów przedsiębiorstw i ubezpieczeń*, B. Kołowska (red.), Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika 2008, Toruń, s. 333–342.

<sup>10</sup> M. Mądra-Sawicka: *Rola finansowania wewnętrznego w odniesieniu do teorii hierarchii źródeł finansowania na przykładzie małych i średnich przedsiębiorstw przetwórstwa spożywczego*. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia 2017, nr 85, s. 90.

Uwzględniając czas, na jaki kapitał został oddany przedsiębiorstwu do dyspozycji, można go podzielić na krótkoterminowy (z terminem zwrotu do 1 roku) i długoterminowy (z terminem zwrotu powyżej 1 roku)<sup>11</sup>. Poziom kapitału stałego o okresie zwrotu powyżej roku wpływa na utrzymanie płynności finansowej, zapewnienie równowagi finansowej oraz zachowanie długoterminowej wypłacalności przedsiębiorstwa.

Skupiając się na prawach i obowiązkach dawców kapitału, wyróżnia się finansowanie kapitałem własnym i finansowanie kapitałem obcym. Taki podział znajduje odzwierciedlenie w pasywach przedsiębiorstwa. Kapitał własny pełni w przedsiębiorstwie<sup>12</sup> następujące funkcje:

- funkcję założycielską – posiadanie niezbędnej wysokości kapitału jest warunkiem koniecznym założenia przedsiębiorstwa,
- funkcję gwarancyjną – stanowi zabezpieczenie zwrotu kapitału wierzycielom oraz źródło pokrycia ewentualnych strat,
- funkcję roboczą – kapitał własny finansuje zarówno działalność bieżącą, jak i inwestycyjną przedsiębiorstwa.

Kapitał własny stymuluje stabilność finansową przedsiębiorstwa, korzystnie wpływa na płynność finansową, ogranicza poziom ryzyka finansowego, zwiększa wiarygodność finansową. Trzeba jednak zauważyć, że generuje on koszty, nie dając jednak korzyści w postaci tarczy podatkowej czy efektów dźwigni finansowej, a jego zmiany mogą powodować zmiany w strukturze własnościowej<sup>13</sup>.

Rolą kapitału obcego jest uzupełnienie źródeł finansowania zarówno bieżącej, jak i inwestycyjnej działalności przedsiębiorstwa i zwiększenie możliwości jego rozwoju. Zaletą kapitału obcego jest uruchomienie efektu dźwigni finansowej, a w rezultacie wzrost rentowności kapitału własnego. Dodatkowo zwiększenie udziału długu w pasywach prowadzi do obniżenia średnioważonego kosztu kapitału przedsiębiorstwa<sup>14</sup>. Należy przy tym pamiętać, że kapitał obcy podlega zwrotowi wraz z odsetkami, co narzuca konieczność racjonalnego planowania jego obsługi w przyszłych okresach. Korzystanie z dźwigni finansowej stwarza jednak ryzyko finansowe przedsiębiorstwa, a w skrajnej sytuacji ryzyko bankructwa. Do źródeł kapitału obcego zalicza się przede wszystkim kredyty i pożyczki, emisje dłużnych papierów wartościowych oraz leasing.

Problematyka źródeł i struktury finansowania przedsiębiorstw jest szeroko dyskutowana w literaturze. Analizy są skoncentrowane głównie na weryfikacji zgodności teorii z praktyką gospodarczą w kontekście teorii struktury kapitału. Badania determinant struktury kapitału na rynku polskim prowadzili m.in. Kaźmierska-Jóźwiak, Marszałek

<sup>11</sup> I. Heropolitańska, A. Nierodka, T. Zdziarski: *Kredyty, pożyczki i gwarancje bankowe*. Wolters Kluwer, Warszawa 2020, s. 67.

<sup>12</sup> J. Błach: *Ewolucja teorii struktury kapitału*. *Finanse: czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN* 2009, nr 1(1), s. 87–106.

<sup>13</sup> J. Grzywacz: *Źródła i struktura kapitału ...*, op.cit. s. 12; J. Błach: *Ewolucja teorii struktury kapitału...* op.cit., s. 88.

<sup>14</sup> A. Duliniec: *Kapitał obcy w finansowaniu przedsiębiorstw – Wyniki badań polskich spółek handlowych*. *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki*. *Finanse Przedsiębiorstw* 2011, s. 51; J. Błach: *Ewolucja teorii struktury kapitału...* op.cit., s. 88.

i Sekuła<sup>15</sup>, Cwynar i in.<sup>16</sup>, Czerwonka i Jaworski<sup>17</sup>. Badania międzynarodowe ostatnio prowadzili m.in. Demirgüç–Kunt, Pería i Tressel<sup>18</sup>, Koralun–Bereźnicka<sup>19</sup>, D’Amato<sup>20</sup>, Stereńczak i Kubiak<sup>21</sup>.

Cytowane badania potwierdzają teorię hierarchii źródeł finansowania wyjaśniającą decyzje finansowe polskich przedsiębiorstw<sup>22</sup>. Jako główną determinantę struktury zadłużenia wskazuje się poziom aktywów trwałych. Stwierdzono, że polskie przedsiębiorstwa podejmują decyzje gospodarcze, kierując się podobnymi przesłankami jak podmioty działające w krajach dojrzałych gospodarek rynkowych. Brak specyfiki rynków wschodzących wynika przede wszystkim z sytuacji na polskim rynku długu, który jest generalnie zdominowany przez banki kontrolowane przez inwestorów zagranicznych<sup>23</sup>.

Cwynar i in.<sup>24</sup> przeprowadzili badania nad strukturą kapitałową 3784 przedsiębiorstw działających w czasie kryzysu w latach 2007–2011. Stwierdzili oni, że zadłużenie badanych firm nie wzrosło znacząco w trakcie tego okresu. Wyniki badania wykazały, że dźwignia finansowa jest dodatnio zależna od wielkości przedsiębiorstwa i ujemnie zależna od jego rentowności, co jest zgodne z większością wyników uzyskanych w innych badaniach empirycznych przeprowadzonych dotychczas w Polsce. Możliwość wzrostu

<sup>15</sup> B. Kaźmierska–Jóźwiak, J. Marszałek, P. Sekuła: *Determinants of debt–equity choice–Evidence from Poland*. EMAJ: Emerging Markets Journal 2015, no. 5(2), pp. 1–8; B. Kaźmierska–Jóźwiak, M. Marszałek, P. Sekuła: *Determinants of Long–Term and Short–Term Debt Financing: Evidence from Poland* [In:] *New Trends in Finance and Accounting: Proceedings of the 17th Annual Conference on Finance and Accounting 2017*. Springer International Publishing 2017, pp. 723–732.

<sup>16</sup> A. Cwynar, W. Cwynar, P. Oratowski, M. Stachowicz: *Corporate capital structure...*, op. cit., pp. 23–50.

<sup>17</sup> L. Czerwonka, J. Jaworski: *Determinants of enterprises’ capital structure in Poland: evidence from Warsaw Stock Exchange* [In:] M. Bilgin, H. Danis, E. Demir, U. Can (Eds.): *Eurasian Economic Perspectives*. Eurasian Studies in Business and Economics 2019, no. 10/2, pp. 249–262. Cham: Springer; L. Czerwonka, J. Jaworski: *Capital structure and its determinants in companies originating from two opposite sides of the European Union: Poland and Portugal*. *Economics and Business Review* 2022, no. 8(1), pp. 24–49.

<sup>18</sup> A. Demirgüç–Kunt, M.S.M. Pería, T. Tressel: *The impact of the global financial crisis on firms capital structure...*, op. cit.; A. Demirgüç–Kunt, M.S.M. Pería, T. Tressel.: *The global financial crisis and the capital structure of firms: Was the impact more severe among SMEs and non–listed firms?* *Journal of Corporate Finance* 2020, no.60.

<sup>19</sup> J. Koralun–Bereźnicka: *Firm size and debt maturity as indirect determinants of capital structure: Evidence from European panel data*. *Applied Economics Letters* 2018, no. 25(18), pp. 1319–1322.

<sup>20</sup> A. D’Amato: *Capital structure, debt maturity, and financial crisis: empirical evidence from SMEs, ...* op. cit.

<sup>21</sup> S. Stereńczak, J. Kubiak: *The choice of external financing source: The role of company size and stock liquidity*. *Economics and Business Review* 2023, no. 9(3), pp. 44–65.

<sup>22</sup> B. Kaźmierska–Jóźwiak, M. Marszałek, P. Sekuła: *Determinants of Long–Term...*, op. cit., pp. 723–732; L. Czerwonka, J. Jaworski: *Determinants of enterprises’ capital structure...*, op. cit., pp. 249–262. Cham: Springer.

<sup>23</sup> B. Kaźmierska–Jóźwiak, M. Marszałek, P. Sekuła: *Determinants of Long–Term and Short–Term Debt Financing: Evidence from Poland...*, op. cit.

<sup>24</sup> A. Cwynar, W. Cwynar, P. Oratowski, M. Stachowicz: *Corporate capital structure determinants over the latest global crisis: the case of Poland...*, op. cit.

i nieodsetkowa tarcza podatkowa okazały się nieistotne. Ponadto zauważono jedynie niewielkie różnice w wynikach regresji determinant struktury kapitałowej oszacowanych dla dwóch podokresów związanych z kryzysem (2006–2008 i 2009–2011), co sugerowałoby ograniczony wpływ kryzysu na sposób, w jaki tradycyjne zmienne specyficzne dla przedsiębiorstw wpływają na dźwignię finansową.

Z kolei badanie przeprowadzone przez Czerwonkę i Jaworskiego<sup>25</sup> na grupie 22 775 polskich i 36 625 portugalskich przedsiębiorstw za lata 2010–2017 wykazuje istotne różnice w strukturze finansowania i strukturze zobowiązań przedsiębiorstw z analizowanych krajów. Portugalskie przedsiębiorstwa charakteryzują się wyższym zadłużeniem ogółem i wyższym udziałem zobowiązań długoterminowych, w zadłużeniu ogółem. W Polsce obserwowany jest wyższy udział zobowiązań krótkoterminowych w zobowiązaniach ogółem.

Badania przeprowadzone przez D'Amato<sup>26</sup> dotyczące włoskich przedsiębiorstw z sektora MSP z lat 2006–2016 wykazały, że w czasie kryzysu i po nim zmniejszyła się poziom zadłużenia przedsiębiorstw, w szczególności poziom zadłużenia krótkoterminowego, w porównaniu do okresu przed kryzysem. Wskazuje to, że kanał zobowiązań krótkoterminowych jest bardziej wrażliwy na zmiany sytuacji makroekonomicznej niż zobowiązań długoterminowych. Wykazano również, że spadek bankowego zadłużenia krótkoterminowego nie został wyrównany przez wzrost wartości kredytów handlowych.

Podobne badania przeprowadzone dla ponad 277 tysięcy przedsiębiorstw z 79 krajów w latach 2004–2011 wskazują, że poziom dźwigni finansowej w tych podmiotach uległ znacznemu obniżeniu w trakcie globalnego kryzysu finansowego i w okresie bezpośrednio po jego zakończeniu<sup>27</sup>. Ponadto terminy zapadalności zobowiązań uległy skróceniu. Spadek poziomu zadłużenia w szczególności odnotowano w przypadku przedsiębiorstw z sektora MSP. W mniejszym stopniu zaobserwowano to zjawisko w przypadku spółek większych, notowanych na giełdzie papierów wartościowych. Jedne z najnowszych badań przeprowadzonych dla polskich przedsiębiorstw MSP z sektora handlowego wykazały, że zobowiązania długoterminowe wzrosły w okresie pandemii COVID-19, gdy jednocześnie zmniejszeniu uległy zobowiązania krótkoterminowe<sup>28</sup>.

Biorąc pod uwagę niejednoznaczne wyniki wcześniejszych badań, w opracowaniu niniejszym sformułowano następujące pytania badawcze:

RQ 1: Czy w czasie kryzysu (2020–2022) zmieniło się znaczenie zobowiązań w finansowaniu polskich przedsiębiorstw?

RQ 2: Czy w czasie kryzysu (2020–2022) zmieniła się struktura zobowiązań wykorzystywanych przez polskie przedsiębiorstwa?

<sup>25</sup> L. Czerwonka, J. Jaworski: *Capital structure and its determinants...*, op. cit., pp. 24–49.

<sup>26</sup> A. D'Amato: *Capital structure, debt maturity...*, op. cit., pp. 919–941.

<sup>27</sup> A. Demirgüç-Kunt, M.S.M. Peria, T. Tressel: *The impact of the global financial...*, op. cit.

<sup>28</sup> D. Kędzior, M. Kędzior: *Analiza determinantów struktury...*, op. cit., s. 91–115.

## Źródła finansowania polskich przedsiębiorstw w latach 2017–2022 – perspektywa makroekonomiczna

Okres analizy obejmujący lata 2017–2022 charakteryzował się dużą zmiennością warunków ogólnogospodarczych, co obrazują dane prezentowane w tabeli 5.1.

Tabela 5.1. Wybrane dane makroekonomiczne charakteryzujące polską gospodarkę w latach 2017–2022

Podokresy analizy	Okres bazowy			Okres kryzysu: pandemia COVID-19, kryzys energetyczny i inflacyjny		
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Dane	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Inflacja bazowa	2%	1,6%	2,3%	3,4%	5,1%	14,4%
Zmiana PKB	4,9%	5,1%	4,5%	-2%	6,8%	4,9%
Stopa referencyjna NBP	1,5%	1,5%	1,5%	0,1%	1,75%	6,75%
Średnie oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw z terminem pierwotnym powyżej 1 roku (kredyty w PLN)	3,9%	3,9%	3,9%	2,5%	3,5%	9,2%
Średnie oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw (kredyty odnawialne i w rachunku bieżącym)	3,3%	3,3%	3,2%	1,9%	3,3%	8,5%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP „Wskaźniki inflacji bazowej” i GUS „Roczne wskaźniki makroekonomiczne”.

Lata 2017–2019 w Polsce charakteryzowały się relatywnie stabilną sytuacją makroekonomiczną ze zbliżonym poziomem inflacji, tempem wzrostu PKB oraz poziomem oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw. W 2017 r. tempo wzrostu PKB w Polsce wyniosło 4,9%, a głównym czynnikiem wzrostu był popyt konsumpcyjny (dla porównania w 2016 r. było to 3,1%). Dynamika nakładów inwestycyjnych była dodatnia; towarzyszyła temu rosnąca dynamika cen z rocznym wskaźnikiem CPI 2% (r/r). Podobnie w latach 2018–2019 sytuacja ekonomiczna w Polsce była dobra, co potwierdzały wyniki finansowe przedsiębiorstw. Rada Polityki Pieniężnej utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie, co przekładało się na stabilizację oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw. Źródła międzynarodowe podkreślają, że okres przed pandemią COVID-19 charakteryzował się rekordowym poziomem zadłużenia przedsiębiorstw ze względu na niskie stopy procentowe i niskie spready kredytowe oraz stosunkowo łagodną politykę pieniężną prowadzoną przez banki centralne w większości gospodarek światowych<sup>29</sup>.

<sup>29</sup> B. Becker, U. Hege, P. Mella-Barral: *Corporate debt burdens threaten economic recovery after COVID-19: Planning for debt restructuring should start now*. Europe in the Time of Covid-19, 1, 2020, no. 3 pp. 4–40.

W 2020 r., pierwszym roku pandemii COVID-19, tak jak w większości gospodarek światowych, odnotowano w Polsce ujemną dynamikę PKB przy znacznym wzroście stopy inflacji (3,4% r/r). Jednocześnie Rada Polityki Pieniężnej podjęła decyzję o obniżeniu stopy referencyjnej do poziomu 0,1%, co znalazło odzwierciedlenie w bardzo niskim oprocentowaniu kredytów dla przedsiębiorstw. Jednak w tymże roku wiele przedsiębiorstw wstrzymało decyzje inwestycyjne, skupiając się na przetrwaniu kolejnych okresów zamknięcia gospodarki, walcząc z przerwami w łańcuchu dostaw, mierząc się z koniecznością zmiany modelu biznesowego, spadkiem sprzedaży i wzrostem kosztów z tytułu zapewnienia bezpieczeństwa pracownikom i klientom. W wielu krajach podjęto decyzje o wdrożeniu rządowych programów pomocowych, które poprzez dotacje i subwencje zasilają przedsiębiorstwa najbardziej dotknięte kryzysem COVID-19, umożliwiając im utrzymanie płynności i przetrwanie okresu zamrożenia gospodarki<sup>30</sup>. W 2021 r. gospodarka światowa, w tym polska, powoli wracała do stanu sprzed pandemii COVID-19. Znalazło to odzwierciedlenie we wzroście PKB i zwiększonej aktywności podmiotów gospodarczych, które w coraz mniejszym stopniu odczuwały negatywne skutki pandemii. Odbudowa gospodarki po pandemii została jednak przerwana przez wybuch wojny na Ukrainie w lutym 2022 r. Restrykcje ograniczające dostawy surowców z Rosji doprowadziły do gwałtownego wzrostu cen energii i paliw na rynkach światowych, a w konsekwencji bardzo wysokiej inflacji (14,4% r/r), która zagroziła funkcjonowaniu polskich przedsiębiorstw. Banki centralne w wielu krajach w ramach działań ukierunkowanych na ograniczenie tempa wzrostu inflacji zdecydowały się na podniesienie stóp procentowych. To z kolei doprowadziło do wzrostu kosztów obsługi kredytów i innych zobowiązań, w tym tych zaciąganych przez przedsiębiorstwa. Polskie przedsiębiorstwa odczuły więc podwójnie konsekwencje wojny na Ukrainie – poprzez wzrost kosztów operacyjnych (wysokie ceny energii, paliw i innych surowców), a także wzrost kosztów finansowania dłużnego. Podkreśla się, że inwazja Rosji na Ukrainę będzie miała długofalowe negatywne konsekwencje dla większości europejskich gospodarek i przedsiębiorstw<sup>31</sup>.

Zmiany sytuacji makroekonomicznej w analizowanym okresie znalazły odzwierciedlenie w sposobie pozyskiwania zewnętrznych źródeł finansowania przez polskie przedsiębiorstwa (tabela 5.2).

W okresie przyjętym za bazowy (lata 2017–2019) systematycznie rosła wartość kredytów bankowych, które stanowiły główne źródła finansowania zewnętrznego polskich przedsiębiorstw. Jednocześnie należy podkreślić spadek znaczenia pozostałych źródeł finansowania w 2019 r. (leasingu, emisji obligacji, emisji akcji oraz finansowania *private equity*). Wzrost wartości kredytów w 2018 r. o 6,5% dotyczył głównie kredytów bieżących na sfinansowanie zapasów i należności. Nieznaczny spadek wartości kredytów inwestycyjnych (o 0,56%) można wyjaśnić zaostrzeniem warunków kredytowania, głównie dla MSP wprowadzonym przez niektóre banki. Znalazło to również odzwierciedlenie w zainteresowaniu MSP programami portfelowych linii

<sup>30</sup> F. Schivardi, E. Sette, G. Tabellini: *Identifying the real effects of zombie lending*. Review of Corporate Finance Studies 2020, no. 9, pp. 569–592.

<sup>31</sup> A. Prohorovs: *Russia's War in Ukraine: Consequences for European Countries' Businesses and Economies*. Journal of Risk and Financial Management 2022, no. 15(7), pp. 295.



gwarancyjnych Banku Gospodarstwa Krajowego (BGK), które stanowiły ok. 14–15% ogółu kredytów dla przedsiębiorstw w całym analizowanym okresie. W 2019 r. banki nieznacznie zaostrzyły kryteria udzielania kredytów dla przedsiębiorstw, jednak nie znalazło to odzwierciedlenia w spadku ich wartości. Przyrost wartości kredytów o ok. 3% był spowodowany przede wszystkim wzrostem wartości kredytów inwestycyjnych (o ponad 7,5%), powiązanych z wysokim poziomem wykorzystania zdolności produkcyjnych polskich przedsiębiorstw.

Tabela 5.2. Zewnętrzne źródła finansowania polskich przedsiębiorstw w latach 2017–2022

Podokresy analizy	Okres bazowy			Okres kryzysu: pandemia COVID-19, kryzys energetyczny i inflacyjny		
	Dane (mld zł)	2017	2018	2019	2020	2021
Kredyt	332,9	354,4	364,9	346,7	366,9	405,8
– w tym kredyty inwestycyjne	125,5	124,8	134,2	138,9	141,6	152,7
Leasing	56	64,8	56,6	49,6	70,9	65,5
Emisja długoterminowych obligacji na rynku krajowym	21,8	20,6	15,8	12,6	16,1	9,7
Emisja akcji na rynkach GPW	3,3	4,9	0,7	3,2	3,4	5,8
Private equity	10,6	3,6	2,5	2,5	5,5	2,1
Programy pomocowe – pożyczki i subwencje	–	–	–	95,4	19,1	–

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z raportów NBP „Rozwój systemu finansowego w Polsce” za lata 2017–2022 oraz raportów ZBP „Banki. Raport o sytuacji ekonomicznej banków” za lata 2020–2022.

Pośród pozabankowych źródeł finansowania najczęściej wykorzystywany był leasing. W 2018 r. odnotowano wzrost wartości tej formy finansowania (o blisko 16%), jak i wzrost liczby przedsiębiorstw zawierających umowy leasingowe. W roku tym nastąpił dynamiczny wzrost branży leasingowej, wynikający przede wszystkim z rozwoju segmentu środków transportu drogowego. W 2019 r. nadal najważniejszym pozabankowym źródłem finansowania pozostał leasing, jednak odnotowano jego spadek o ponad 12% do poziomu 56,6 mld zł w relacji do roku poprzedniego. Wiązało się to również ze spadkiem liczby przedsiębiorstw, które zawarły umowy leasingowe, a przyczyną tego było ograniczenie zainteresowania leasingiem w segmencie środków transportu drogowego.

Trzecim źródłem finansowania zewnętrznego pod względem wartości pozyskanego kapitału w okresie bazowym były emisje obligacji przedsiębiorstw na rynku krajowym. W 2017 r. pozyskano w ten sposób blisko 22 mld zł, była to jednak kwota mniejsza niż rok wcześniej. Zmniejszyła się również liczba podmiotów korzystających z emisji obligacji. W kolejnych latach następowało dalsze ograniczenie tej formy finansowania. W 2018 r. odnotowano spadek wartości emisji obligacji do poziomu 20,6 mld zł (o ponad 5,5%), a w kolejnym, dalszy spadek – o ponad 23%. Zmniejszyła się liczba podmiotów-emitentów obligacji przy jednoczesnym spadku zainteresowania inwestorów obligacjami przedsiębiorstw w wyniku m.in. zaprzestania obsługi obligacji przez GetBack S.A. Na

rynku obligacji dominowały emisje niepubliczne, niektóre wykorzystywane do transferu środków w ramach grup kapitałowych.

Na kolejnym miejscu pod względem dostępu źródeł finansowania uplasowało się *private equity*, którego wartość osiągnęła najwyższy poziom w 2017 r., kiedy 60 przedsiębiorstw pozyskało ponad 10 mld zł. Jednak w kolejnych latach zaobserwowano spadek wartości finansowania typu *private equity* (o ponad 66% w 2018 r. oraz o kolejne 30% w 2019 r.) przy wzroście liczby podmiotów, które uzyskały finansowanie (odpowiednio 70 i 82 spółki). Wzrost liczby podmiotów przy ograniczonej kwocie finansowania świadczy o mniejszej wartości pojedynczych transakcji, co może wskazywać na to, że z finansowania *private equity* korzystały mniejsze podmioty niż dotychczas.

Najmniejsze znaczenie w finansowaniu podmiotów w latach 2017–2019 miały środki pochodzące z emisji akcji. W tym okresie najwięcej środków z emisji akcji na rynku publicznym zgromadzono w 2018 r. Było to blisko 5 mld zł, co stanowi wzrost o ok. 50% w stosunku do 2017 r. Natomiast w kolejnym roku odnotowano znaczący spadek wartości emisji akcji – o ponad 85%.

W okresie kryzysu największe spadki w wartości pozyskanego finansowania ze wewnętrznego odnotowano w 2020 r., przy czym dotyczyły one różnych typów finansowania dłużnego. W 2020 r., naznaczonym pandemią COVID-19, gorsze nastroje przedsiębiorców oraz niepewność co do rozwoju sytuacji gospodarczej w kraju przełożyły się na mniejszy popyt na kredyt bankowy (spadek o blisko 5%). Towarzystwo temu zaostrożone kryteria kredytowania przedsiębiorstw, zwłaszcza wobec podmiotów z branż szczególnie dotkniętych skutkami pandemii. Kryteria te obejmowały zwiększoną marżę kredytową oraz bardziej rygorystyczne wymogi w zakresie zabezpieczenia spłaty kredytu. Odnotowany poziom kredytów dla przedsiębiorstw był najniższy od 2017 r. Podobny spadek zaobserwowano w przypadku leasingu (ponad 12%) i emisji obligacji (ponad 20%). Ograniczenie skali finansowania udzielanego przez spółki leasingowe wynikało z pogorszenia sytuacji finansowej wielu przedsiębiorstw, w tym z sektora handlu detalicznego, które do tej pory chętnie korzystały z tej formy finansowania. W 2020 r. spadła również wartość nowych emisji obligacji (do poziomu 12,6 mld zł). Łączyć to można ze wzrostem niepewności po wybuchu pandemii COVID-19 oraz z dostępem przedsiębiorstw do alternatywnych źródeł finansowania, w tym rządowych programów pomocowych. Finansowanie *private equity* utrzymało się na zbliżonym poziomie – w 2019 r. 2,5 mld zł, a środki pozyskało 105 przedsiębiorstw. W 2020 r. jedynie w przypadku emisji akcji odnotowano znaczący wzrost wartości pozyskanego kapitału (ponad 3,5-krotny w porównaniu do bardzo słabego wyniku z roku 2019). Emisje przeprowadziło 5 spółek na Głównym Ryнку GPW i 14 spółek na rynku NewConnect. Jednak w 2020 r. najważniejsze pozabankowe źródła finansowania stanowiły subwencje i dotacje udostępniane przedsiębiorstwom w ramach rządowych programów pomocowych, których wartość wyniosła 95,4 mld zł.

W 2021 r. odnotowano wzrost wartości pozyskanego kapitału w obszarze wszystkich źródeł finansowania, poza wsparciem w formie subwencji i dotacji, których wartość spadła do poziomu 19,1 mld zł. Na początku roku nastąpił spadek kredytów dla przedsiębiorstw, jednak w trakcie roku zapotrzebowanie na kredyty wzrosło, osiągając wzrost o blisko 5% w relacji do roku poprzedniego. Były to głównie kredyty na finansowanie działalności bieżącej, przy niskiej dynamice kredytów inwestycyjnych. W 2021 r. od-

notowany został znaczący wzrost finansowania udzielanego przez spółki leasingowe o ponad 42%, natomiast środki pochodzące z emisji obligacji wzrosły o ponad 27% – do poziomu zbliżonego do roku 2019 (przedpandemicznego). Wartość środków pochodzących z emisji akcji wzrosła o ponad 6% i wyniosła 3,4 mld zł (osiągając poziom zbliżony do 2017 r.). Kapitał własny pozyskały w ten sposób 44 spółki. W 2021 r. odnotowano znaczący wzrost finansowania *private equity*, które przekroczyło wartość nowych emisji akcji przeprowadzonych w tym samym roku i wyniosło 5,5 mld zł (wzrost o 120%). W 2021 r. uzupełniającym źródłem finansowania stał się crowdfunding udziałowy, który umożliwił 65 małym spółkom pozyskanie kapitału o wartości 101,5 mln zł.

W 2022 r. o ponad 10% wzrosła wartość kredytów dla przedsiębiorstw, głównie za sprawą kredytów o charakterze bieżącym. Kredyty krótkoterminowe zaciągano ze względu na potrzebę finansowania zapasów i kapitału pracującego oraz w przypadku dużych podmiotów – konieczność uzupełnienia depozytów zabezpieczających transakcje pochodne na giełdach towarowych w związku ze wzrostem cen nośników energii i paliw. Wartość kredytów inwestycyjnych wzrosła pomimo dużej niepewności i stosunkowo niewielkiej liczby przedsiębiorstw aplikujących o finansowanie bankowe. Wśród pozabankowych źródeł finansowania nadal najważniejszy był leasing, dotyczący przede wszystkim środków transportu (głównie samochodów osobowych). Jednak zaobserwowano spadek jego wartości o ponad 7,6%. W 2022 r. bardzo mało środków pozyskały polskie przedsiębiorstwa z emisji obligacji – 9,7 mld zł to najniższa wartość w całym analizowanym okresie (odnotowano spadek o blisko 40% w porównaniu do roku wcześniejszego). Przyczyny tego spadku należy upatrywać w pogorszeniu perspektyw makroekonomicznych, zwiększeniu niepewności ze względu na wojnę na Ukrainie oraz wzroście rynkowych kosztów finansowania (wzrost oprocentowania obligacji). Dynamiczny spadek wartości (o blisko 62%) odnotowano w przypadku finansowania *private equity*, które osiągnęło najniższą wartość w badanym okresie i wyniosło 2,1 mld zł. Jednocześnie odnotowano wzrost wartości kapitału pozyskanego w drodze emisji akcji o ponad 70%, do poziomu 5,8 mld zł. Były to przede wszystkim kolejne emisje spółek już notowanych na giełdzie (*secondary public offering*, dalej: SPO).

Jak pokazują liczne badania empiryczne, polskie przedsiębiorstwa poszukują środków zgodnie z teorią hierarchii źródeł finansowania<sup>32</sup> (*pecking order theory*), na pierwszym miejscu korzystając z finansowania wewnętrznego, które uzupełniają różnymi rodzajami zobowiązań (w tym zobowiązaniami handlowymi), pozostawiając na samym końcu podwyższenie kapitału własnego ze źródeł zewnętrznych. Przedstawione dane (tabela 2) pozwalają stwierdzić, iż struktura zewnętrznych źródeł finansowania polskich przedsiębiorstw w latach 2017–2022 była w miarę stabilna. Dominowały zobowiązania – kredyty bankowe i leasing. Na kolejnym miejscu plasowały się zobowiązania z tytułu emisji obligacji. Źródła zasilające kapitał własny ze źródeł zewnętrznych – emisja akcji na rynkach GPW oraz finansowanie *private equity* – w każdym z analizowanych okresów miały zdecydowanie mniejsze znaczenie. W okresie pandemii, w latach 2020–2021

<sup>32</sup> D. Kędzior, M. Kędzior: *Analiza determinantów struktury...*, op. cit., s. 91–115; J. Jaworski, L. Czerwonka: *Which Capital Structure Theory...*, op. cit., s. 82–92; A. Miarecka: *Analiza wybranych czynników kształtowania struktury finansowania przedsiębiorstw w Polsce w latach 2015–2019*. Współczesne Problemy Zarządzania 2021, nr 9/1(18), s. 43–52.

te tradycyjne źródła finansowania zostały uzupełnione środkami w formie dotacji i subwencji, pochodzącymi z programów pomocowych rządu. Miały one jednak charakter doraźny. Analitycy przewidują rozwój finansowania społecznościowego jako alternatyw dla klasycznych form finansowania, jednak skala tego sposobu zasilania przedsiębiorstw jest relatywnie mała i ograniczona do podmiotów MSP. Biorąc pod uwagę znaczenie zobowiązań w finansowaniu działalności polskich przedsiębiorstw, dalsza analiza skoncentrowana będzie na analizie struktury i dynamiki tych źródeł finansowania w latach 2017–2022.

## **Zobowiązania długoterminowe i krótkoterminowe w finansowaniu przedsiębiorstw – wyniki badań własnych**

Celem badania było zidentyfikowanie i ocena zakresu wykorzystania zobowiązań w finansowaniu przedsiębiorstw w Polsce w okresie 2017–2022 w różnych warunkach gospodarczych. Poszukiwano odpowiedzi na pytanie, czy rola zobowiązań ogółem i zobowiązań w podziale na krótkoterminowe i długoterminowe w finansowaniu przedsiębiorstw zmienia się wraz ze zmianami w otoczeniu zewnętrznym.

Źródłem danych do badań były dane zagregowane prezentowane przez Główny Urząd Statystyczny „Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych” w ujęciu rocznym. W oparciu o nie ustalono:

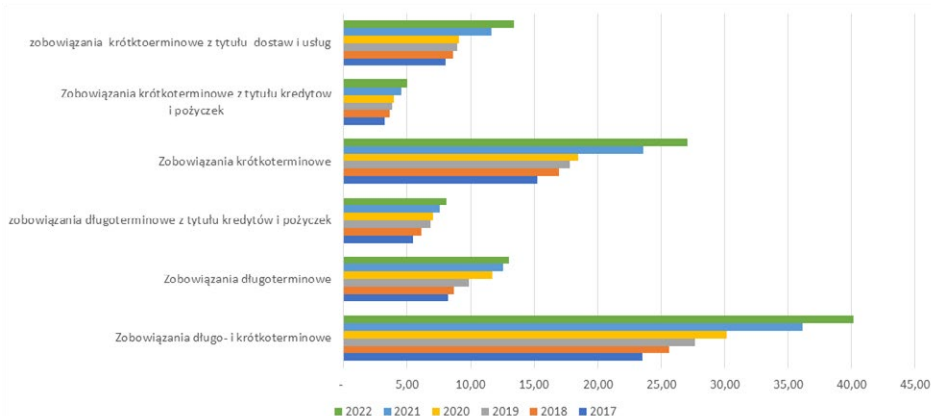
- przeciętną wartość określonego rodzaju zobowiązania przypadającą na jeden podmiot gospodarczy (poprzez odniesienie zagregowanej wartości zobowiązań do liczby jednostek gospodarczych) oraz
- udział zobowiązań w finansowaniu działalności przedsiębiorstw.

Powyższe dane zostały ustalone osobno dla ogółu przedsiębiorstw oraz dla poszczególnych grup podmiotów wyodrębnionych w zależności od ich wielkości: małe, średnie i duże, zgodnie z metodologią stosowaną przez GUS. Rysunek 5.1 prezentuje dane dotyczące przeciętnej wartości poszczególnych elementów zobowiązań dla ogółu przedsiębiorstw.

Dane wskazują na systematyczny wzrost przeciętnej wartości zobowiązań w analizowanym okresie, z uwzględnieniem różnych rodzajów zobowiązań długo – i krótkoterminowych. Należy również podkreślić znacznie wyższą wartość zobowiązań krótkoterminowych w porównaniu do zobowiązań długoterminowych.

Podobne wnioski płyną z analizy danych dotyczących zobowiązań w przedsiębiorstwach o różnicowanej wielkości (tabela 5.3). W całym analizowanym okresie wartość zobowiązań ogółem w grupie małych przedsiębiorstw wzrosła w relacji do roku 2017 o 32%, przy czym większy wzrost wykazywały zobowiązania krótkoterminowe (o 43%). W 2020 r. odnotowano spadek przeciętnej wartości zobowiązań ogółem o 2%, jednak w kolejnych latach zaobserwowano ich przyrost (średnio o 10%). Podobna dynamika zmian miała miejsce w przypadku zobowiązań krótkoterminowych, których wartość spadła w 2020 r. o 2%, by w kolejnych latach wzrosnąć o odpowiednio 18% i 15%.

W przypadku zobowiązań długoterminowych, w latach 2017–2020 odnotowano coroczny wzrost wartości tej grupy zobowiązań, a w 2021 r. nieznaczny spadek (5%).



Rysunek 5.1. Przeciętna wartość zobowiązań w przedsiębiorstwach niefinansowych ogółem w latach 2017–2022 (w mln zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS „Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych” za lata 2017–2022.

Tabela 5.3. Przeciętna wartość zobowiązań ogółem, długoterminowych oraz krótkoterminowych w przedsiębiorstwach niefinansowych w latach 2017–2022 (w mln zł)

Wyszczególnienie		2017	2018	2019	2020	2021	2022
Zobowiązania ogółem	małe	5,6	6,0	6,2	6,1	6,7	7,4
	średnie	19,6	20,7	21,9	27,1	32,2	35,7
	duże	207,7	216,0	235,1	239,7	261,5	318,9
Zobowiązania długoterminowe	małe	1,9	1,9	2,1	2,1	2,0	2,0
	średnie	5,7	6,0	6,5	11,3	12,7	13,1
	duże	78,5	77,8	89,9	92,1	94,8	101,0
Zobowiązania krótkoterminowe	małe	3,7	4,1	4,1	4,0	4,7	5,3
	średnie	13,9	14,7	15,3	15,8	19,6	22,6
	duże	129,2	138,2	145,3	147,5	166,7	217,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS „Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych” za lata 2017–2022.

W grupie średnich przedsiębiorstw wzrost wartości zobowiązań ogółem w całym analizowanym okresie wyniósł 82%, zaś zobowiązania długoterminowe podwoiły swoją wartość. W tej grupie przedsiębiorstw największą dynamikę wzrostu odnotowano w przypadku ogółu zobowiązań w 2020 r. (wzrost o 24%). W tym samym roku zobowiązania długoterminowe wzrosły o 74%, a krótkoterminowe jedynie o 3%. Ich największy przyrost odnotowano w 2021 r. – ich wartość zwiększyła się o 24%.

W grupie dużych przedsiębiorstw wzrost wartości zobowiązań ogółem w latach 2017–2022 wyniósł około 54%, przy czym największy przyrost dokonał się w grupie

zobowiązań krótkoterminowych (o 69%). Zobowiązania ogółem odnotowały największą dynamikę wzrostu w 2022 r. (o 22%), podobnie jak zobowiązania krótkoterminowe, których przyrost w 2022 r. wyniósł 31%.

Tabela 5.4. Struktura zobowiązań ogółem, długoterminowych oraz krótkoterminowych dla przedsiębiorstw niefinansowych ogółem w latach 2017–2022 (w %)

Wyszczególnienie		2017	2018	2019	2020	2021	2022
Zobowiązania ogółem	małe	45,1	46,5	46,1	45,4	42,6	44,5
	średnie	42,2	42,5	42,6	46,2	48,4	47,9
	duże	39,5	39,7	40,8	40,5	42,6	42,7
Zobowiązania długoterminowe	małe	15,0	14,9	15,4	15,6	12,7	12,3
	średnie	12,2	12,3	12,8	19,3	19,0	17,6
	duże	15,0	14,3	15,6	15,6	14,4	13,5
Zobowiązania krótkoterminowe	małe	30,1	31,6	30,7	29,8	30,0	32,2
	średnie	30,0	30,2	29,9	26,9	29,4	30,3
	duże	24,6	25,4	25,2	24,9	28,2	29,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS „Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych” za lata 2017–2022.

Pomimo znaczącego wzrostu wartości zobowiązań ogółem w grupie małych przedsiębiorstw, ich udział w finansowaniu aktywów ogółem spadł, podobnie jak udział zobowiązań długoterminowych (tabela 5.4). Zauważalny jest jedynie wzrost udziału zobowiązań krótkoterminowych o ponad 2 punkty procentowe. W 2021 r. odnotowano najniższy udział zobowiązań ogółem w finansowaniu aktywów a w roku 2022 najniższy udział zobowiązań długoterminowych w tym finansowaniu. Jednocześnie w całym analizowanym okresie należy zauważyć zdecydowanie większe znaczenie zobowiązań krótkoterminowych w finansowaniu przedsiębiorstw w porównaniu do zobowiązań długoterminowych.

W przypadku średniej wielkości przedsiębiorstw udział zobowiązań ogółem oraz zobowiązań długoterminowych w finansowaniu aktywów ogółem wzrósł o ponad 5 pkt. proc., podczas gdy udział zobowiązań krótkoterminowych nie uległ istotnym zmianom. Udział zobowiązań ogółem osiągnął najwyższą wartość w 2021 r. W przypadku zobowiązań długoterminowych ich najwyższe znaczenie odnotowano w 2020 r. Z kolei zobowiązania krótkoterminowe miały największy udział w finansowaniu aktywów tej grupy przedsiębiorstw w 2022 r. Podobnie jak w przypadku małych przedsiębiorstw, zobowiązania krótkoterminowe mają zdecydowanie większe znaczenie w finansowaniu aktywów niż zobowiązania długoterminowe.

W grupie dużych przedsiębiorstw udział zobowiązań ogółem w relacji do aktywów ogółem w analizowanym okresie wzrósł o 3 pkt. proc., udział zobowiązań długoterminowych zanotował spadek, a krótkoterminowych wzrost o prawie 5 pkt. proc. W okresie kryzysu w grupie dużych przedsiębiorstw odnotowano systematyczny wzrost znaczenia zobowiązań ogółem, który wynikał przede wszystkim ze wzrostu udziału zobowiązań krótkoterminowych, z najwyższą wartością osiągniętą w 2022 r. Odwrotną tendencję

zaobserwowano w przypadku zobowiązań długoterminowych, których udział spadał w czasie kryzysu, osiągając minimalną wartość w 2022 r.

Kolejna część badań własnych odnosi się do wybranych składników zobowiązań długoterminowych oraz krótkoterminowych, a mianowicie kredytów i pożyczek oraz zobowiązań z tytułu dostaw (tabela 5.5).

Tabela 5.5. Przeciętna wartość zobowiązań wynikających z kredytów i pożyczek oraz z tytułu dostaw dla przedsiębiorstw niefinansowych w latach 2017–2022 (w mln zł)

Wyszczególnienie		2017	2018	2019	2020	2021	2022
Kredyty i pożyczki długoterminowe	małe	1,5	1,6	1,7	1,5	1,5	1,5
	średnie	4,1	4,7	4,9	5,0	5,6	6,1
	duże	48,3	50,7	58,5	59,8	58,4	68,0
Kredyty i pożyczki krótkoterminowe	małe	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1
	średnie	3,4	3,5	3,7	3,7	3,8	4,8
	duże	24,4	27,9	28,2	30,2	2,0	37,6
Zobowiązania z tytułu dostaw	małe	2,0	2,1	2,1	2,0	2,4	2,8
	średnie	7,3	7,6	7,7	7,7	9,6	11,4
	duże	67,8	69,2	72,8	72,2	78,2	105,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS „Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych” za lata 2017–2022.

Przeciętna wartość zobowiązań z tytułu kredytów i pożyczek długoterminowych w grupie małych przedsiębiorstw nie uległa zmianie w latach 2017–2022, natomiast wartość kredytów krótkoterminowych wzrosła o 20%, a zobowiązań wobec dostawców aż o 40%. W okresie kryzysu wartość kredytów i pożyczek długoterminowych utrzymywała się na tym samym poziomie, w przypadku kredytów krótkoterminowych odnotowano wzrost dopiero w 2022 r., natomiast przeciętna wartość zobowiązań wobec dostawców po przejściowym spadku w 2020 r., w latach 2021 i 2022 systematycznie rosła. W grupie przedsiębiorstw średniej wielkości wartość zobowiązań długoterminowych z tytułu kredytów i pożyczek wzrosła o 50% (z istotnym wzrostem w latach 2021 i 2022), krótkoterminowych o ponad 40% (z dynamicznym wzrostem w 2022 r.), ale zobowiązań wobec dostawców aż o 57% (w tym przypadku wzrost ten wynikał przede wszystkim ze wzrostu wartości tych zobowiązań w latach 2021 i 2022). Natomiast w grupie dużych przedsiębiorstw największy przyrost zanotowały zobowiązania wobec dostawców (o 56%), przy czym większość tego przyrostu przypadła na 2022 r. Krótkoterminowe kredyty i pożyczki wzrosły o ponad 50%, z największą wartością w 2022 r. Najmniejszy przyrost odnotowały długoterminowe kredyty i pożyczki (o 41%). W ich przypadku, po spadku wartości w 2021 r. odnotowano dynamiczny wzrost w 2022 r.

Znaczenie poszczególnych rodzajów zobowiązań w finansowaniu aktywów polskich przedsiębiorstw prezentują dane zawarte w tabeli 5.6.

Tabela 5.6. Struktura zobowiązań wynikających z kredytów i pożyczek oraz z tytułu dostaw w przedsiębiorstwach niefinansowych ogółem w latach 2017–2022 (w %)

Wyszczególnienie		2017	2018	2019	2020	2021	2022
Kredyty i pożyczki długoterminowe	małe	12,2	12,2	12,9	11,5	9,7	9,2
	średnie	8,8	9,7	9,6	8,4	8,5	8,2
	duże	9,2	9,3	10,2	10,1	9,4	9,1
Kredyty i pożyczki krótkoterminowe	małe	7,2	7,4	7,5	6,8	6,3	6,4
	średnie	7,2	7,1	7,2	6,3	5,8	6,4
	duże	4,6	5,1	4,9	5,1	5,3	5,1
Zobowiązania z tytułu dostaw	małe	16,1	16,1	15,5	15,2	15,5	16,9
	średnie	15,7	15,6	15,1	13,2	14,4	15,3
	duże	12,9	12,7	12,6	12,2	13,9	14,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS „Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych” za lata 2017–2022.

W czasie kryzysu (lata 2020–2022), ze względu na brak zmian w wartości zobowiązań długoterminowych z tytułu kredytów i pożyczek, w grupie małych przedsiębiorstw ich udział spadł o 3 pkt. proc. Zmniejszył się również udział kredytów krótkoterminowych, osiągając najniższą wartość w 2022 r., natomiast wzrósł udział zobowiązań z tytułu dostaw, których znaczenie zdecydowanie wzrosło w czasie kryzysu. W grupie średniej wielkości przedsiębiorstw udział kredytów i pożyczek zarówno długo-, jak i krótkoterminowych oraz zobowiązań wobec dostawców uległ nieznacznemu zmniejszeniu. Spadki ich znaczenia odnotowano w różnych latach kryzysu. Najmniejszy udział zobowiązań z tytułu dostaw w finansowaniu przedsiębiorstw wystąpił w 2020 r., kredytów i pożyczek krótkoterminowych w 2021 r., zaś kredytów i pożyczek długoterminowych w 2022 r.

Odmienne wygląda sytuacja w grupie dużych podmiotów. Największy przyrost udziału w finansowaniu aktywów wystąpił w przypadku zobowiązań wobec dostawców (zwiększenie udziału o ponad 1 pkt proc.), maksymalny udział był charakterystyczny w 2022 r., po przejściowym spadku w 2020 r. Zanotowano również zwiększenie udziału kredytów i pożyczek krótkoterminowych w finansowaniu przedsiębiorstw, przy czym największy udział był w 2021 r., nastąpił natomiast spadek udziału kredytów i pożyczek długoterminowych w finansowaniu aktywów, a najniższy ich udział w aktywach wystąpił w 2022 r.

We wszystkich grupach przedsiębiorstw największe znaczenie w finansowaniu przedsiębiorstw mają zobowiązania z tytułu dostaw i usług, na drugim miejscu są kredyty i pożyczki długoterminowe, a na ostatnim w kolejności kredyty i pożyczki krótkoterminowe.

Podsumowując, zobowiązania są istotnym źródłem finansowania przedsiębiorstw. Ich rola jest jednak zróżnicowana w zależności od wielkości przedsiębiorstwa. Największy udział zobowiązań ogółem w sumie bilansowej w 2017 r. wynoszący 45% wykazywały małe przedsiębiorstwa. Udział ten w analizowanym okresie zmniejszył się do 44%. Pomimo spadku roli zobowiązań ogółem w finansowaniu aktywów nastąpiło



zwiększenie znaczenia zobowiązań krótkoterminowych, ale głównie tych o charakterze operacyjnym, przy jednoczesnym zmniejszeniu znaczenia zobowiązań długoterminowych. Najmniejszym udziałem zobowiązań w sumie bilansowej charakteryzowały się przedsiębiorstwa duże – 39% w 2017 r., jednak udział ten zwiększył się do blisko 43% w ostatnim roku badanego okresu. Było to wynikiem głównie wzrostu zobowiązań krótkoterminowych o charakterze operacyjnym (w tym zobowiązania wobec dostawców) przy zmniejszeniu roli zobowiązań długoterminowych (choć znaczenie długoterminowych kredytów i pożyczek nie uległo istotnym zmianom). W największym stopniu udział zobowiązań w sumie bilansowej wzrósł w przedsiębiorstwach średnich. Ich udział wzrósł z 42% w 2017 r. do niemalże 48% w 2022 r. Przedsiębiorstwa te zwiększały wykorzystanie długoterminowych zobowiązań w finansowaniu aktywów, a rola zobowiązań krótkoterminowych nie uległa istotnym zmianom.

Wyniki przeprowadzonych badań są spójne z obserwacjami D'Amato<sup>33</sup> dla małych przedsiębiorstw, który wskazał zmniejszenie się roli zobowiązań w finansowaniu podmiotów w czasie kryzysu. Polskie małe firmy – w przeciwieństwie do włoskich – swoje finansowanie oparły na krótkoterminowych zobowiązaniach operacyjnych, podczas gdy włoskie na długoterminowych. Prezentowane wyniki dla małych przedsiębiorstw są zgodne z wynikami badań Demirgüç–Kunt i in.<sup>34</sup>, którzy dostrzegli obniżenie dźwigni finansowej i skrócenie terminów zapadalności zobowiązań. Podobnie spostrzeżenia te odnoszą się w większym stopniu do małych niż większych przedsiębiorstw. Z kolei wyniki otrzymane dla średnich przedsiębiorstw odpowiadają rezultatom badań przedstawionym przez Kędzior i Kędzior<sup>35</sup>, którzy wskazują na wzrost znaczenia zobowiązań długoterminowych. Analogiczne różnice między przedsiębiorstwami małymi i średnimi w odniesieniu do terminu zapadalności wykorzystywanych zobowiązań wskazano w badaniach dotyczących kryzysu finansowego<sup>36</sup>.

## Podsumowanie

Pozyskiwanie środków finansowych, optymalizowanie struktury kapitału, określanie kierunków i sposobów efektywnego wykorzystania środków przy uwzględnieniu istniejących szans i zagrożeń otoczenia stanowią fundament stabilnego funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstwa. Decyzje finansowe wpływają nie tylko na bieżącą sytuację, lecz mają także kluczowe znaczenie dla długoterminowego rozwoju i konkurencyjności przedsiębiorstwa na rynku. Wybór pomiędzy finansowaniem kapitałami własnymi

<sup>33</sup> A. D'Amato: *Capital structure, debt maturity, and financial crisis: empirical evidence from SMEs...*, op. cit.

<sup>34</sup> A. Demirgüç–Kunt, M.S.M. Pería, T. Tressel: *The impact of the global financial crisis on firms capital structure...*, op. cit.; A. Demirgüç–Kunt, M.S.M. Pería & T. Tressel: *The global financial crisis...*, op. cit.

<sup>35</sup> D. Kędzior, M. Kędzior: *Analiza determinantów struktury kapitału małych i średnich przedsiębiorstw należących do sektora handlowego...*, op. cit.

<sup>36</sup> C. Mac an Bhaird, *Demand for debt and equity before and after the financial crisis*. Research in International Business and Finance 2013, no. 28, pp. 105–117.

a zobowiązaniami zależy od wielu czynników, w tym niezwykle istotnie od bieżących i prognozowanych warunków makrootoczenia (gospodarczych).

W niniejszym rozdziale za cel przyjęto zidentyfikowanie i ocenę zakresu wykorzystania zobowiązań, z podziałem na zobowiązania długoterminowe i krótkoterminowe w finansowaniu przedsiębiorstw w Polsce w okresie 2017–2022 w różnych warunkach gospodarczych. Dodatkowo uwzględniono wielkość przedsiębiorstw (małe, średnie i duże). Wyniki analiz pozwalają zauważyć, że w czasie kryzysu (2020–2022) zmieniło się znaczenie zobowiązań w finansowaniu polskich przedsiębiorstw (RQ 1). Dostrzeżono przy tym odmienne działania w zakresie finansowania kapitałami dłużnymi przedsiębiorstw o różnej wielkości. Zmniejszenie znaczenia zobowiązań ogółem nastąpiło wyłącznie w małych przedsiębiorstwach, podczas gdy zwiększenie ich znaczenia miało miejsce w średnich i dużych przedsiębiorstwach. Może to łączyć się z pogorszeniem sytuacji finansowej małych przedsiębiorstw, które w większym stopniu odczuły skutki kryzysu niż większe podmioty i w większym zakresie są narażone na działania banków związane z racjonowaniem kredytów.

Odmienność działań w grupach przedsiębiorstw o różnej wielkości odnosi się zarówno do znaczenia zobowiązań ogółem w finansowaniu majątku, jak również do ich elementów. Analizowane dane wskazują, że w czasie kryzysu (2020–2022) zmieniła się także struktura zobowiązań wykorzystywanych przez polskie przedsiębiorstwa (RQ 2). W przypadku małych i dużych przedsiębiorstw wzrosło znaczenie zobowiązań krótkoterminowych (operacyjnych), podczas gdy przedsiębiorstwa średniej wielkości wzrost zobowiązań ogółem oparty na zobowiązaniach długoterminowych.

Interesujący jest fakt podobnych zachowań przedsiębiorstw różnej wielkości (małe i duże przedsiębiorstwa). W celu identyfikacji przyczyn takich decyzji finansowych, w odniesieniu do finansowania dłużnego, konieczne jest przeprowadzenie dalszych badań, które pozwolą przeanalizować różnorodne czynniki mogące stanowić determinanty struktury finansowania określonej grupy przedsiębiorstw.