

# **PRZEMIANY W SEKTORZE DUŻYCH I ŚREDNICH FIRM W POLSCE W LATACH 1993-2001 A ODDZIAŁYWANIE POLITYKI MONETARNEJ**

**Piotr Boguszewski<sup>1</sup>**

## **streszczenie**

Badanie mechanizmu transmisji w gospodarkach transformujących się napotyka na szereg specyficznych dla krajów w tej fazie rozwoju przeszkód metodologicznych. Są to m.in. okresy wysokiej inflacji, zmniejszającej szereg informacji finansowych, zmiany strukturalne i własnościowe, przebudowa systemu statystyki publicznej. Zdaniem autora znacznie utrudnia to fundamentalne analizy MTM dla takich gospodarek. W opracowaniu podjęto więc próbę prześledzenia łatwiej dokumentowalnych zmian w sektorze dużych i średnich firm w Polsce w latach 1993-2001, które w świetle badań nad mechanizmem transmisji w gospodarkach rozwiniętych mają wpływ na jego działanie. Przeanalizowano m.in. takie charakterystyki, jak koncentrację zadłużenia, wielkość firm i zmiany w koncentracji produkcji, zmiany struktury własnościowej i branżowej, poziom dźwigni finansowej. Badania te oparto głównie na analizie nieidentyfikowalnych danych jednostkowych ze sprawozdań F-01 (cost-benefit statement) oraz F-02 (balance sheet) GUS dla ok. 15-20 tys. dużych i średnich przedsiębiorstw objętych tą sprawozdawczością. Wysoki stopień koncentracji zadłużenia kredytowego sugeruje, że obok makroekonomicznych w MTM mogą pojawiać się również specyficzne uwarunkowania branżowe polityki pieniężnej. Z kolei m.in. niski poziom dźwigni finansowej czy duży udział kredytu kupieckiego mogą sugerować relatywnie słabsze oddziaływanie kanału stopy procentowej. W opracowaniu przeanalizowano też niektóre zagadnienia związane z problemem ograniczenia finansowego przedsiębiorstw i ewentualnym zjawiskiem racjonowania kredytu. Tu dodatkowo wykorzystano dane jakościowe, pochodzące z badań ankietowych NBP, prowadzonych od 1995 r. na próbie kilkuset przedsiębiorstw. Wyniki te nie potwierdzają obiegowej opinii o powszechności ograniczenia finansowego (w sensie zdefiniowanym przez Kaplana i Zingalesa) w polskich firmach. Wskazują też one na umiarkowane działanie „klasycznych” elementów MTM, wynikających z asymetrii informacji – duże polskie przedsiębiorstwa mają relatywnie długą historię kontaktów z bankami i przeważnie korzystają z usług więcej niż jednego banku. Badania te potwierdzają natomiast występowanie względnie słabej propagacji obniżek stóp banku centralnego do sektora firm. Efekt takiej obniżki jest z jednej strony hamowany przez klasyczny mechanizm asymetrycznej reakcji stóp banków komercyjnych; silny zwłaszcza w okresach dekoniunktury gospodarczej, z drugiej zaś przez asymetryczną reakcję przedsiębiorstw na zmiany oprocentowania kredytu.

---

<sup>1</sup> Autor jest pracownikiem Departamentu Statystyki NBP. Wyrażone w artykule poglądy odzwierciedlają jednak wyłącznie jego osobiste opinie. Autor chciałby też podziękować współpracownikom z NBP, a szczególnie Agnieszce Sawickiej oraz Katarzynie Wyszynskiej-Królak, za pomoc w przygotowaniu części materiałów.

## I. UWAGI WSTĘPNE

Jak zauważają B.S.Bernanke oraz M.Gertler wśród ekonomistów panuje raczej powszechna zgoda co do tego, że polityka pieniężna, przynajmniej w krótkim horyzoncie czasu, wywiera istotny wpływ na funkcjonowanie sfery realnej. Znacznie mniejsza jednomyślność dotyczy natomiast mechanizmów oddziaływania tej polityki na tę sferę<sup>2</sup>. W przypadku Polski badanie mechanizmów transmisji polityki pieniężnej do sektora przedsiębiorstw (MTM) komplikuje się jeszcze bardziej. Obok tradycyjnych problemów metodologicznych, towarzyszących temu zagadnieniu nawet w przypadku gospodarek rozwiniętych, pojawia się cała gama specyficznych komplikacji, łatwo mogących się pojawiać w przypadku gospodarek okresu transformacji. W ramach polskiej specyfiki należy wymienić tu m.in.:

- Wysoką inflację w latach 90, znacznie zniekształcającą niektóre relacje bilansowe w firmach. Szczególne problemy mogą się tu pojawiać ze względu na konieczność aktualizacji wartości niektórych składników majątkowych; procedurę zawsze w jakimś stopniu arbitralną i „spóźnioną” w stosunku do inflacyjnego ruchu wartości pewnych aktywów
- Duże zmiany w obszarze statystyki publicznej, dotyczącej sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstw. Wskazać tu należy zarówno zmiany populacji przedsiębiorstw objętych badaniami GUS, niektórych układów klasyfikacyjnych (własnościowy czy rodzajów działalności), czy wreszcie zakresu przedmiotowego i układu sprawozdań finansowych, związane z dostosowaniami standardów rachunkowości do wymagań międzynarodowych
- Mało szczegółową statystykę kosztów finansowych w ramach obowiązkowych sprawozdań statystycznych firm; w rezultacie ograniczona jest możliwość oceny kosztów kapitału w przedsiębiorstwach, co w dużym stopniu zawęża stosowalność niektórych nowszych metodologii badania mechanizmu transmisji w przedsiębiorstwach
- Brak, jako powszechnego standardu statystycznego, obowiązku składania sprawozdań z przepływów środków pieniężnych (cash flow) w firmach. W rezultacie niezwykle trudno jest badać źródła zasilania przedsiębiorstw i w

---

<sup>2</sup> Por. B.S.Bernanke, M.Gertler, Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission, NBER Working Papers Series, Working Paper No.5146, June 1995

konsekwencji – poprawnie zbudować właściwe miary tzw. ograniczenia finansowego (financial constrains) przedsiębiorstw, centralnej kategorii w części nowoczesnych teorii mechanizmu transmisji.

- Dość płytki rynek kapitałowy, co w praktyce poważnie ogranicza, jeśli wręcz nie eliminuje, posługiwanie się weryfikowalnymi empirycznie schematami analitycznymi, obracającymi się wokół teorii Q- Tobina.
- „Wielowalutowość” niektórych ważących pozycji bilansów szeregu firm, co niewątpliwie implikuje znaczącą rolę kanału kursowego (exchange rate channel). Niestety, w latach 90 zmiany ulegały reżimy kursowe, co niewątpliwie musiało prowadzić też do istotnych modyfikacji zachowań dostosowawczych przedsiębiorstw. Pogłębioną analizę tych kanałów utrudnia również fakt nie sporządzania w ramach polskiej statystyki publicznej jednostkowych danych bilansowych firm w ujęciu wg. walut.

Powyżej wymienione ograniczenia mają charakter przede wszystkim statystyczno-formalny. Zwrócić uwagę jednak należy i na głębsze przeszkody. Najpoważniejszą wydaje się fakt, że od początku transformacji polityka pieniężna oddziaływała na przedsiębiorstwa w głęboko zmieniającym się otoczeniu, no i przy dużych zmianach w samym przedsiębiorstwie. O ile w ustabilizowanej gospodarce można mówić np. o dwóch „rodzajach” zasilania kredytowego – kredycie dla rozwoju i kredycie dla przetrwania, związanych z przebiegiem cyklu koniunkturalnego, w Polsce istniały jeszcze okresy „optymizmu kredytowania zmiany” (np. w początkowej fazie transformacji, ale być może częściowo w okresie silnego wzrostu w latach 1996-97). Wydaje się zatem, że w analizowanym okresie w Polsce zmieniało się znaczenie poszczególnych kanałów mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. Trudno mówić więc o jednym schemacie analitycznym, czy też stosowaniu metodologii badawczych, zakładających niezmienniczość pewnych zależności w czasie.

Powstaje pytanie, czy ze względu na wymienione trudności daje się jednak prowadzić systematyczne badania mechanizmu transmisji polityki pieniężnej do polskich przedsiębiorstw? Jeśli chodzi o perspektywę najbliższych dwóch, trzech lat, można być optymistą – zarówno ze względu na opanowanie w Polsce inflacji, jak i znaczące zmiany w polskiej statystyce publicznej, ułatwiające prowadzenie takich analiz. Może podstawowym problemem metodologicznym będzie wpływ „szoku akcesyjnego”. Sprawa się jednak, z powodów sygnalizowanych powyżej, znacznie komplikuje w przypadku próby formułowania ocen bieżących. Zadania nie ułatwia również upolitycznienie tematu, gdyż formułowana

przez wiele środowisk teza o rzekomo rujnującym wpływie polityki pieniężnej (zwłaszcza stóp procentowych) na polskie przedsiębiorstwa niejako apriorycznie zakłada istnienie bardzo silnie działającego MTM.

W świetle powyższych uwag stworzenie wyłącznie ilościowego opisu (modelu) transmisji polityki pieniężnej dla polskich firm wydaje się być obecnie i bardzo trudne, i nieco ryzykowne w warstwie poprawności metodologicznej. W opracowaniu przyjęto więc następujące, hybrydowe, rozwiązanie. Z jednej strony przeanalizowaliśmy szereg charakterystyk finansowych sektora przedsiębiorstw, mogących - w świetle modeli MTM już weryfikowanych empirycznie w rozwiniętych gospodarkach światowych - mieć wpływ na transmisję polityki pieniężnej w przypadku również polskich firm. Z drugiej strony w artykule zostały wykorzystane informacje jakościowe, bazujące na wynikach rocznych ankiet przedsiębiorstw. Badanie to jest prowadzone w Departamencie Statystyki NBP od 1995 r. i dotyczy m.in. właśnie niektórych aspektów mechanizmu transmisji (MTM).

Opracowanie składać się będzie z trzech części merytorycznych. W części pierwszej naszkicowany zostanie schemat potencjalnych kanałów oddziaływania polityki pieniężnej na firmy wraz z krótką charakterystyką tych cech sektora przedsiębiorstw, które w świetle aktualnego stanu badań empirycznych mają znaczenie dla ich funkcjonowania. W części następnej przedstawione zostaną, w oparciu o dane statystyki publicznej, wybrane charakterystyki finansowe sektora przedsiębiorstw, mające istotne znaczenie dla specyfiki funkcjonowania MTM w Polsce. W części ostatniej omówione zostaną ważniejsze wnioski płynące z analizy danych jakościowych, zbieranych w ramach rocznej ankiety przedsiębiorstw NBP, dotyczące wybranych aspektów MTM.

W opracowaniu wykorzystano dwa główne źródła informacji. Część „ilościowa” opracowania bazuje głównie na nieidentyfikowalnych danych jednostkowych ze sprawozdań F-01 oraz F-02 GUS. Warto podkreślić, że dane te obejmują różne cezury czasowe. Sprawozdanie F-01 GUS dostarcza stosunkowo porównywalnych informacji za cały<sup>3</sup> okres 1993-2001. Jeśli chodzi o sprawozdanie F-02, to w chwili pisania artykułu dostępne były informacje za 2000 r. Znacznie poważniejsze komplikacje występują tu też jeśli chodzi o porównywalność danych. Choć będziemy te sprawy sygnalizować na bieżąco warto tu zwrócić uwagę na to, że część informacji bilansowych za lata 1993-1994 nie spełnia kryteriów porównywalności. Pewne dane bazujące na sprawozdaniach F-02 będą więc prezentowane dopiero od 1995 r.

---

<sup>3</sup> Dostępne są obecnie dane za pierwsze półrocze 2002 r., ale ze względów metodologicznych systematycznie posługujemy się danymi za pełne lata (grudzień).

Jeśli chodzi o wykorzystywane tu dane jakościowe, bazują one głównie na tzw. rocznej ankiecie przedsiębiorstw NBP. Badanie to prowadzone jest od 1995 r. i obejmuje obecnie grupę ok. 470 dużych i bardzo dużych firm, dobrowolnie i nieodpłatnie współpracujących z NBP. Firmy te są, za pośrednictwem Oddziałów Okręgowych NBP, ankietowane odnośnie podstawowych aspektów ich sytuacji ekonomicznej i problemów rozwojowych w aspekcie średnio- i długookresowym. Próba ta nie jest jednak w pełni reprezentatywna; zwłaszcza pod względem wielkości firm (są większe<sup>4</sup> niż w całej populacji) i sytuacji ekonomicznej (jest nieco lepsza<sup>5</sup> niż w populacji). Ponieważ każda ankieta roczna ma też swój temat przewodni i specyfikę wynikającą z bieżących uwarunkowań, ze względu na dużą dynamikę sytuacji w Polsce dane z ankiet rocznych nie we wszystkich aspektach tworzą szeregi czasowe porównywalnych informacji. Należy podkreślić, że problematyce MTM dedykowana była roczna ankieta przedsiębiorstw za 2001 r. i jej wyniki będą tu głównym źródłem danych. W pewnych elementach obraz uzupełniają będą informacje z tzw. szybkiego monitoringu NBP, kwartalnego badania ankietowego przedsiębiorstw, poświęconego ich bieżącej sytuacji i reakcji na aktualne wydarzenia gospodarcze.

Na zakończenie tych uwag wprowadzających warto zaznaczyć, co znajduje zresztą odbicie w tytule artykułu, że nasze rozważania nie obejmują przedsiębiorstw małych, w których funkcjonowanie MTM może być całkowicie odmienne, a których oddziaływanie na całą gospodarkę jest jednak przecież istotne. Niestety, ani dane GUS, ani inne informacje będące w dyspozycji NBP nie pozwalają na pełniejsze rozpoznanie tego obszaru.

## **II. KANAŁY TRANSMISJI POLITYKI PIENIĘŻNEJ DO SEKTORA FIRM**

Celem tej części naszych rozważań jest jedynie bardzo syntetyczny<sup>6</sup> przegląd ważniejszych mechanizmów transmisji polityki pieniężnej do sektora firm, przy czym bardziej interesuje nas nie tyle mechanizm funkcjonowania poszczególnych kanałów, ile zestaw warunków, niejako aktywujących te kanały.

---

<sup>4</sup> Również wykorzystywane tu dane GUS obejmują duże i średnie przedsiębiorstwa

<sup>5</sup> Trudno oczekiwać, by słabe firmy dobrowolnie i nieodpłatnie „chwały się” swoimi kłopotami w banku centralnym.

<sup>6</sup> Znakomitą, tradycyjną syntezę można znaleźć w: F.S.Mishkin, *The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy*, NBER Working Paper 5464, February 1996, lub w wersji bardziej nowoczesnej - w: M.Azali, *The Transmission Mechanism and the Channels of Monetary Policy*, free notes, 2001

Zgodnie ze współczesnymi poglądami na istotę transmisji impulsów monetarnych, MTM jest definiowany jako proces, w ramach którego decyzje polityki pieniężnej transformują się w zmiany dochodu i inflacji<sup>7</sup>. Najprostszy podział kanałów transmisji (por. Schemat 1) obejmuje trzy ich grupy:

- Kanał(y) pieniężny
- Klasyczny kanał kredytowy (pożyczkowy)
- Kanały związane z mechanizmami racjonowania

Odnosnie tego podziału trzeba zauważyć, że jest on umowny<sup>8</sup> przynajmniej w tym sensie, iż mechanizmy funkcjonujące w ramach każdego z kanałów są ze sobą ściśle związane. W okresie ostatnich piętnastu lat powstało przynajmniej kilkadziesiąt znaczących pozycji literaturowych poświęconych tej problematyce w gospodarkach rozwiniętych, przy czym trudno mówić o jakiejś konwergencji poznawczej otrzymanych rezultatów – badania empiryczne sugerują współlistnienie<sup>9</sup> różnorodnych mechanizmów transmisji; nawet bez mechanizmu dominującego. Współczesna debata na temat MTM pokazuje również dynamiczne zmiany w jego funkcjonowaniu; wraz z pewnym słabnięciem jego wpływu na gospodarkę<sup>10</sup>. Jeszcze bardziej niejednoznaczna jest sytuacja w przypadku gospodarek

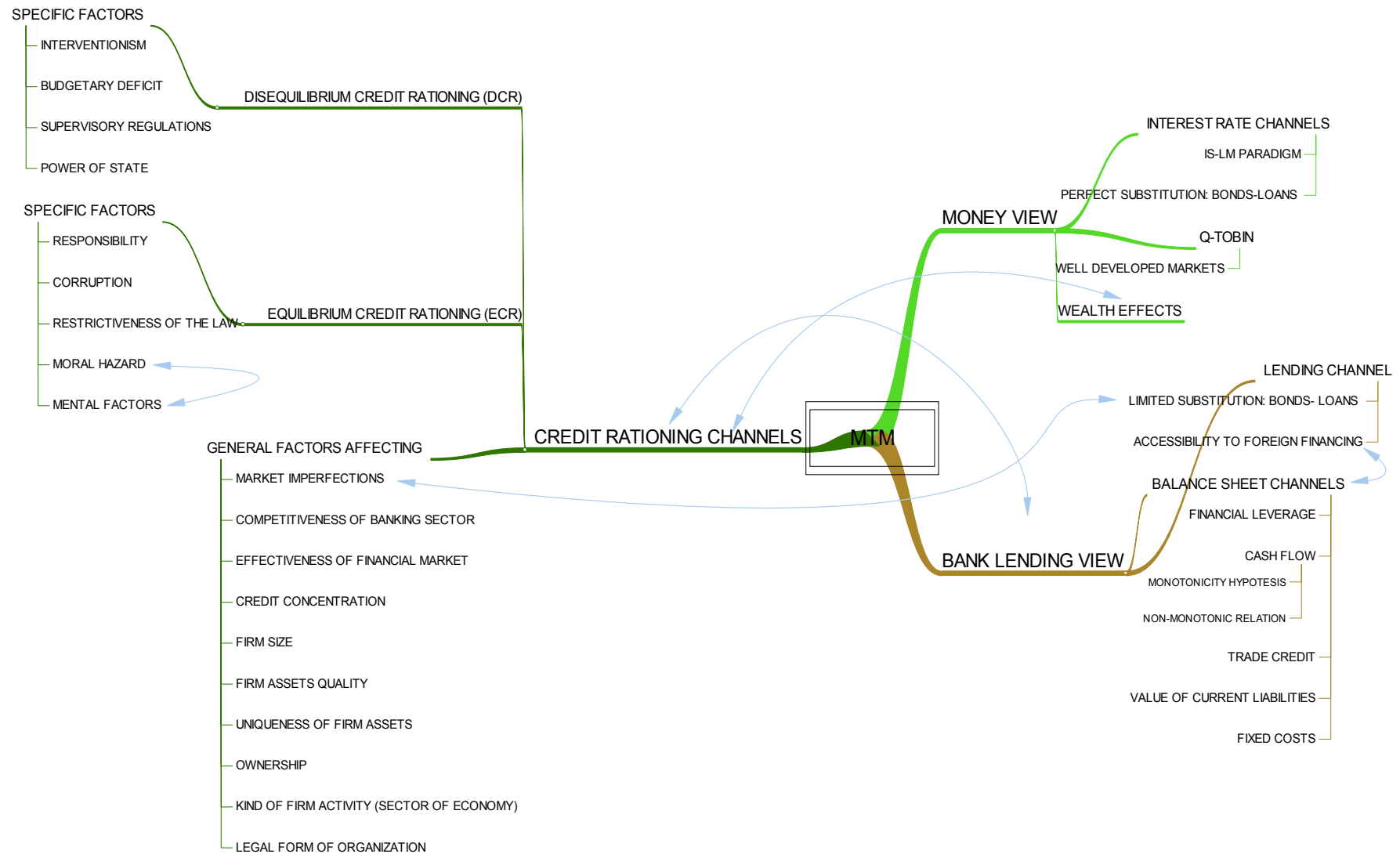
---

<sup>7</sup> Por. B.J.Taylor, The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework, *Journal of Economic Perspectives*, 9/1995

<sup>8</sup> R.G.Hubbard idzie nawet dalej twierdząc, że kategorie „kanał pieniężny” i „kanał kredytowy” są źle zdefiniowane – por. R.G.Hubbard, Is There Credit Channel for Monetary Policy, NBER, Working Paper 4977/1994

<sup>9</sup> Różnice występują także pomiędzy krajami; nawet w ramach tego samego kręgu kulturowego. Zróżnicowanie takie występowało np. pomiędzy krajami europejskimi przed unią monetarną – por. np. M.Ehrmann, Will EMU Generate Asymmetry?: Comparing Monetary Policy Transmission Across Countries, European University Institute Working Paper No.98/28.

<sup>10</sup> Por. np. K.N.Kuttner, P.Moser, The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions, FRBNY Economic Policy Review, May 2002, gdzie wskazuje się na znaczenie m.in. innowacji finansowych dla osłabienia wpływu mechanizmu transmisji



Schemat 1. Wybrane uwarunkowania oddziaływania polityki pieniężnej w kanałach transmisji (MTM) w sektorze firm

rozwijających się – zarówno ze względu na mniejszą liczbę badań, jak i trudniejsze problemy statystyczne. Nie roszcząc sobie prawa do podsumowania tej debaty teoretycznej można jednak chyba zaryzykować stwierdzenie, że istotną wartością skumulowaną w procesie badań mechanizmu transmisji jest zebranie coraz większej liczby dowodów na to, że elementy cenowe (m.in. stopa procentowa) nie są jedynymi czynnikami kształtującymi podaż i popyt na kredyt, czy decyzje inwestycyjne firm. Wśród ważniejszych czynników modulujących lub katalizujących transmisję impulsów monetarnych do sektora firm, „ujawnionych” w ramach badań MTM, które mogą mieć praktyczne<sup>11</sup> znaczenie dla polityki pieniężnej i działań banków centralnych, można zaliczyć m.in.:

- Wielkość firmy<sup>12</sup>
- Strukturę bilansu, jakość aktywów firmy, zdolność do generowania nadwyżki finansowej przez przedsiębiorstwo<sup>13</sup>
- Możliwość wartościowania (wyceny) aktywów<sup>14</sup> przedsiębiorstwa
- Rolę niebankowych źródeł kredytu<sup>15</sup> (kredytu kupieckiego oraz niebankowych instytucji kredytowych)
- Strukturę sektorową gospodarki<sup>16</sup>
- Uwarunkowania prawne, regulacje nadzorcze<sup>17</sup>
- Formy organizacyjno-prawne<sup>18</sup>

<sup>11</sup> Warto tu może zwrócić uwagę na to, że zdaniem niektórych ekonomistów rodzaj kanału transmisji polityki pieniężnej ma ograniczony wpływ na wybór optymalnej reguły pieniężnej banku centralnego (monetary policy rule). Por. np. J.B.Taylor, *The Monetary Transmission Mechanism and The Evaluation of Monetary Policy Rules*, Stanford University, September 1999. Gdyby zgodzić się z takim poglądem, dyskusja o dominującym kanale transmisji byłaby mało praktyczna z punktu widzenia zadań banku centralnego.

<sup>12</sup> Por.np. M.Gertler, S.Gilchrist, „Monetary Policy, Business Cycles and the Behavior of Small Manufacturing Firms”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol.109, No.2

<sup>13</sup> Por. np. H.Almeida, M.Campello, *Financial Constrains and Investment – Cash Flow Sensitivities*. New Research Directions, December 2001, J.B.Chatelain, A.Generale, I.Hernando,U.von Kalckreuth, P.Vermeulen, *Firm Investment and Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Banco de Espana 2001

<sup>14</sup> Por.np. E.Gaiotti, A.Generale, *Does Monetary Policy Have Asymmetric Effects? A Look at Investment Decisions of Italian Firms*, Working Paper 110, ECB, December 2001

<sup>15</sup> Por.np. M.Valderrama, *Credit Channel and Investment Behavior in Austria: A micro-econometric approach*, Working Paper 58 of Oesterreichische Nationalbank

<sup>16</sup> Por. np. J.Farès, G.Srour, *The Monetary Transmission Mechanism at the Sectoral Level*, Working Paper, Bank of Canada 2001-27

<sup>17</sup> Interesujące uwagi a także dalsze rekomendacje literaturowe można znaleźć np. w: R.G.Hubbard, *Capital-Market Imperfections, Investment, And The Monetary Transmission Mechanism*, Columbia University 2001. Dokładniejsza analiza funkcjonowania “kanału bankowego” znajduje się m.in. w: J. Van den Heuvel, *The Bank Capital Channel of Monetary Policy*, Department of Finance, The Wharton School, University of Pennsylvania, November 1999 (last version – 2002)

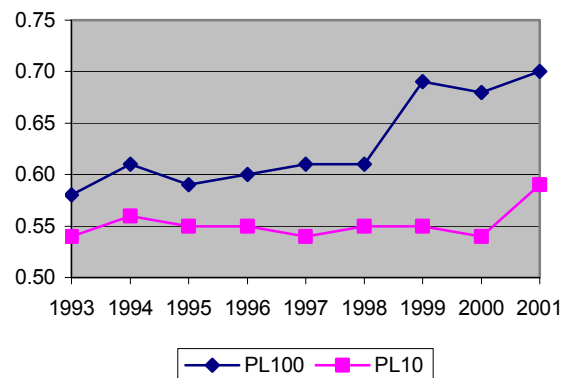
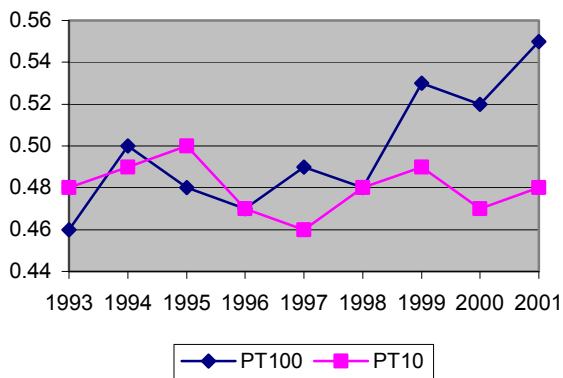
<sup>18</sup> S.G.Cecchetti, *Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism*. Working Paper No. 7151, NBER



W kolejnych dwóch częściach opracowania podejmiemy próbę dokumentacji niektórych z wyżej wymienionych uwarunkowań mechanizmu transmisji (MTM) w sektorze polskich przedsiębiorstw.

### III. WYBRANE UWARUNKOWANIA ODDZIAŁYWANIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ NA SEKTOR FIRM W ŚWIETLE DANYCH ILOŚCIOWYCH<sup>19</sup>

Jednym z podstawowych faktów, rzutujących na funkcjonowanie mechanizmu transmisji w Polsce, wydaje się być bardzo wysoki stopień koncentracji zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw. Jak wynika z Rys. 1 oraz Rys. 2 100 największych kredytobiorców absorboowało w 2001 r. ok. 55% kredytów i pożyczek ogółem oraz aż 70% kredytów i



Rys. 1 Udział 100 największych kredytobiorców w kredytach i pożyczkach<sup>20</sup> całego sektora<sup>21</sup> firm (PT100) oraz 10 największych kredytobiorców w zadłużeniu 100 największych (PT10) w latach 1993-2001 – kredyty i pożyczki ogółem. Dane na koniec grudnia.

Rys. 2 Udział 100 największych kredytobiorców w kredytach i pożyczkach całego sektora firm (PL100) oraz 10 największych kredytobiorców w zadłużeniu 100 największych (PL10) w latach 1993-2001 – kredyty i pożyczki terminowe. Dane na koniec grudnia.

pożyczek terminowych. Silny wzrost tej koncentracji notuje się od 1998 r. Warto też zauważyć, że wysoka koncentracja zadłużenia kredytowego jest obserwowana w grupie tych 100 największych kredytobiorców. W przypadku zadłużenia ogółem udział największej dziesiątki w grupie 100 największych kredytobiorców waha się w granicach od 46% do 50%.

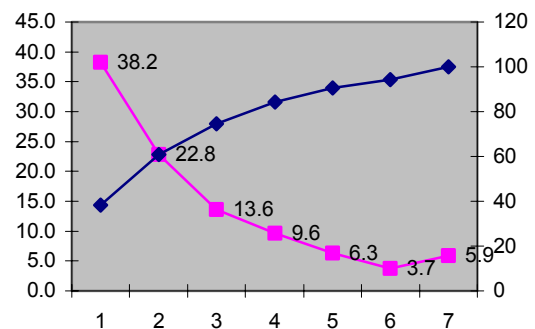
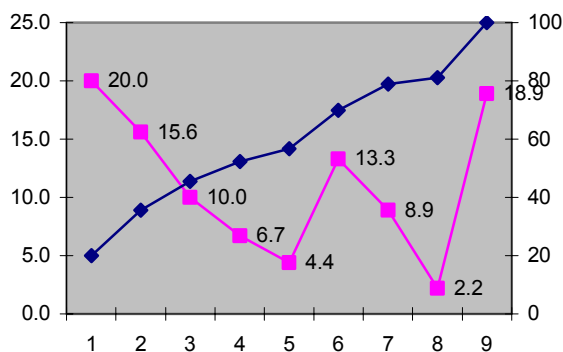
<sup>19</sup> Jako postępowanie rutynowe przy opracowywaniu części danych, zwłaszcza mających charakter relacji, przyjęliśmy usuwanie ze zbiorów informacji jednostkowych pierwszego i ostatniego percentyla. Jest to działanie często stosowane w badaniach MTM w sektorze firm, opartych na analizach danych indywidualnych. Większość obliczeń prezentowanych w tej części opracowania została wykonana w systemie SAS®.

<sup>20</sup> Ze względu na zmiany kategorii sprawozdawczych w formularzach statystycznych GUS nie jest możliwe, w ramach tego źródła informacji, uzyskanie informacji wyłącznie o zadłużeniu kredytowym firm w całym okresie 1993-2001. Z tego powodu zmuszeni jesteśmy posługiwać się kategorią „kredyty i pożyczki”, stosowaną wymiennie, jeśli z kontekstu nie wynika inaczej, z określeniami „zadłużenie” czy „kredyty”.

<sup>21</sup> Warto przypomnieć, że sektor ten obejmował, w zależności od roku od ok. 15 do 25 tysięcy przedsiębiorstw!

W przypadku zadłużenia terminowego do 2000 r. oscyluje on w granicach 55%, zaś w 2001 r. wzrasta nawet do 60%.

Ten obraz koncentracji zadłużenia kredytowego dopełnia analiza stopnia „mieszania” się tych grup. Na Rys. 3 oraz Rys. 4 przedstawiono udziały odpowiednio działów EKD (PKD) oraz indywidualnych firm, które utrzymywały się w grupie 100 największych przedsiębiorstw-kredytobiorców przez zaznaczoną na osi rzędnych liczbę lat. Zestawienie zrobiono dla zadłużenia terminowego. Z zestawienia tego wynika, że w przypadku działów EKD aż 30% działów występowało w próbie nie krócej niż 7 lat (w 9 letnim okresie analizy). Bardzo duży odsetek działów – aż niemal 19%, utrzymuje się w tej grupie przez cały okres 9 lat. W przypadku analizy na poziomie jednostkowym w grupie największych kredytobiorców przez co najmniej 5 lat (w horyzoncie<sup>22</sup> 7 lat) utrzymywało się w próbie ok. 16% firm, przy czym niemal 6% firm stale znajduje się w tej grupie. Zauważmy też, że gdyby grupa firm odnawiała się w każdym roku, w całym okresie analizy pojawiłoby się 700 największych kredytobiorców. Tymczasem cała ta grupa obejmowała 272 firmy (współczynnik



Rys. 3 Rozkład okresu (w latach) utrzymywania się w grupie 100 największych kredytobiorców działów EKD<sup>23</sup> (PKD) w latach 1993-2001 – różowa linia, lewa skala pionowa. Dystrybuanta rozkładu zaznaczona linią niebieską.

Rys. 4 Rozkład okresu (w latach) utrzymywania się w grupie 100 największych kredytobiorców EKD (PKD) w latach 1995-2001 – różowa linia, lewa skala pionowa. Dystrybuanta rozkładu zaznaczona linią niebieską.

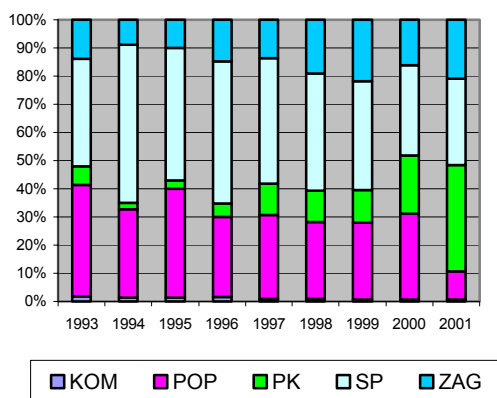
„odnowienia” na poziomie ok. 39%). W sumie można więc powiedzieć, że skład grupy największych kredytobiorców jest dość stabilny. Taki obraz koncentracji zadłużenia

<sup>22</sup> Ze względu na zmiany identyfikatorów przedsiębiorstw udostępnianych przez GUS Narodowemu Bankowi Polskiemu, tego typu analizę można było przeprowadzić dopiero od 1995 r.

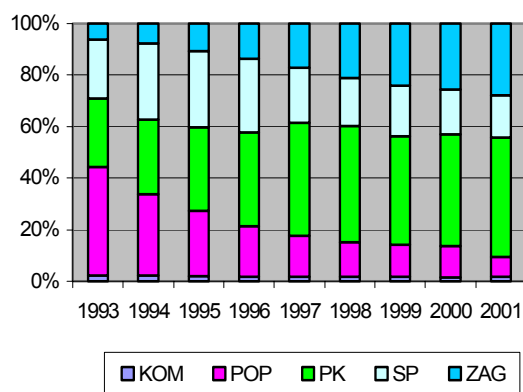
<sup>23</sup> W populacji objętej sprawozdawczością F-01 GUS ten poziom klasyfikacji obejmował w analizowanych zbiorach danych ok. 200 jednostek klasyfikacyjnych. Współczynnik odnowienia w tym układzie wynosił ok. 45%.

kredytowego rodzi kilka pytań i problemów dla analizy mechanizmu transmisji polityki pieniężnej w grupie dużych i średnich<sup>24</sup> firm w Polsce.

Pierwszą sprawą jest odmienna od charakterystyki całej populacji struktura własnościowa grupy największych kredytobiorców (por. Rys. 5 oraz Rys. 6). W grupie tej jeszcze w 2001 r. niemal dwukrotnie wyższy, w porównaniu z całą populacją, był bowiem udział przedsiębiorstw spółek Skarbu Państwa i wyraźnie wyższy – udział firm państwowych osób prawnych. Ze względu na wielokrotnie podnoszony problem silnego upolitycznienia zarządzania tym majątkiem zasadne wydaje się więc pytanie o rolę rachunku ekonomicznego w podejmowaniu decyzji kredytowych czy inwestycyjnych przez te podmioty, a zatem i faktyczne oddziaływanie polityki pieniężnej na tę grupę przedsiębiorstw. Analizując



Rys. 5 Struktura własnościowa (w %) grupy 100 największych kredytobiorców w latach 1993-2001, mierzona udziałem przychodów poszczególnych grup własności. KOM – własność komunalna, POP – własność państwowych osób prawnych, PK – prywatna krajowa, SP – Skarbu Państwa, ZAG – własność zagraniczna



Rys. 6 Struktura własnościowa (w %) populacji F-01 w latach 1993-2001, mierzona udziałem przychodów poszczególnych grup własności. KOM – własność komunalna, POP – własność państwowych osób prawnych, PK – prywatna krajowa, SP – Skarbu Państwa, ZAG – własność zagraniczna

powyższe dane trzeba jednak wyraźnie stwierdzić, że struktura własnościowa subpopulacji 100 największych kredytobiorców uległa wyraźnej poprawie w 2001 r.

W ramach tej analizy trzeba również powiedzieć o drugiej ważnej cesze grupy 100 największych kredytobiorców (dla kredytu terminowego). Otóż według danych ze sprawozdania F-02 GUS za 2000 r. w grupie tej ulokowanych było aż 44,4% kredytów i pożyczek zagranicznych<sup>25</sup>. Dostyc wysoki był też udział kredytów i pożyczek zagranicznych

<sup>24</sup> W tym miejscu jeszcze raz trzeba podkreślić, że analiza ta nie obejmuje firm małych, które mimo relatywnie niskiego „wsadu” w zadłużenie kredytowe całej gospodarki mogą odgrywać istotną rolę w transmisji impulsów pieniężnych. To zagadnienie wykracza jednak poza ramy tego opracowania.

<sup>25</sup> Zgodnie z terminologią GUS są to wyłącznie kredyty i pożyczki od nierezydentów bankowych. Brak jest w sprawozdaniu F-02 wyszczególnienia innych zobowiązań walutowych firm. Obraz tu szkicowany jest więc niepełny, ale choć nie ma danych odnośnie koncentracji pozostałych zobowiązań dewizowych w tej grupie

w zobowiązaniach kredytowych przedsiębiorstw na poziomie jednostkowym – przeciętnie wynosił ok. 42% tych zobowiązań (dla tych firm z „setki”, które w ogóle posiadały takie zobowiązania zagraniczne). Tak więc i na poziomie poszczególnych przedsiębiorstw kredyt zagraniczny odgrywał w „setce” istotną rolę. W konsekwencji, jeśli nawet pomimo podnoszonych powyżej zastrzeżeń uznać istotną rolę parametrów monetarnych w kształtowaniu decyzji ekonomicznych tej grupy firm, otwartą kwestią pozostaje problem, na „czyją” politykę pieniężną one reagują – przy takim poziomie zadłużenia można oczekiwać silnej interferencji polityki krajowej i pewnych elementów polityki UE. Można też spodziewać się silnego tu oddziaływania kanału kursowego.

Reasumując, przynajmniej z powyżej wymienionych powodów koncentracja zadłużenia kredytowego w Polsce sprawia, że usprawiedliwione jest pytanie o adekwatne narzędzia badania mechanizmu transmisji w grupie dużych i średnich firm w naszym kraju. Przy tak silnej koncentracji kształtowanie się agregatowych wielkości kredytu czy inwestycji<sup>26</sup> jest bowiem w dużym stopniu zdominowane przez jednostkowe działania małej grupy firm, funkcjonujących w dość wąskiej grupie branż, z których część może podejmować „upolitycznione” decyzje, i w dodatku wrażliwych nie tylko na krajową politykę pieniężną. W takiej sytuacji mylące mogą być zarówno wyniki niektórych analiz makroekonomicznych MTM, jak i rozpowszechnionych w tej dziedzinie badań opartych na technikach panelowych (zwłaszcza przy zbyt szeroko dobranej próbie).

Obok problemu koncentracji zadłużenia kredytowego szereg innych zmian w polskich przedsiębiorstwach może mieć istotny wpływ na funkcjonowanie mechanizmu transmisji. Omawiając tę grupę zagadnień warto zacząć od istotnych w latach 90 przemian własnościowo-organizacyjnych w naszych firmach. Otóż z Rys. 6 wyraźnie wynika znaczny wzrost udziału przedsiębiorstw prywatnych – tak krajowych, jak i zagranicznych. W świetle danych ze sprawozdań F-01 GUS można szacować, że w końcu 2001 r. obie te formy własności generowały ok. 74% przychodów sektora. Na te zmiany własnościowe nałożyły się głębokie przemiany form organizacyjnych przedsiębiorstw – por. Tabl. 1. W efekcie musiał ulec zmianie i mechanizm transmisji polityki pieniężnej; choćby ze względu na zmniejszenie się pola dla arbitralnych, uznaniowych decyzji, często towarzyszących procesom zarządzania firmami państwowymi, czy z uwagi na znaczny wzrost udziału spółek akcyjnych i z o.o., a

---

przedsiębiorstw, można przypuszczać, że też jest ona wysoka. Warto też w tym miejscu zaznaczyć, że sprawozdanie F-02 za 2000 r. obejmowało dane z ok. 46300 jednostek. 100 przedsiębiorstw to więc znikomy ułamek tej populacji.

<sup>26</sup> Które też są silnie skoncentrowane.

więc form organizacji o potencjalnie czytelniejszych formach zarządzania, nadzoru i odpowiedzialności za decyzje. Te przemiany powinny, przynajmniej teoretycznie, znacznie ograniczyć zjawiska racjonowania kredytu. Niestety, choć zagadnienie wymaga badań, w świetle praktyki gospodarczej efekty tych przemian nie muszą być tak jednoznaczne. Podstawową przyczyną wydaje się tu być czynnik prawny – zarówno archaiczność, czy wręcz wadliwość, szeregu regulacji prawnych w zakresie prawa o zobowiązaniach, jak i potęgująca się przewlekłość stosowanych procedur sądowych sprawiają, że przemiany własnościowe i organizacyjne w firmach w mniejszym niż to potencjalnie możliwe stopniu przekładają się na usprawnienie i uelastycznienie podaży kredytu przez instytucje bankowe.

**Tabl. 1 Struktura polskich przedsiębiorstw wg. form organizacyjnych w latach 1993-2001 (w %)**

SZCZEGÓLNA FORMA ORGANIZACYJNA	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
PAŃSTWOWE JEDNOSTKI ORGANIZACYJNE	2.13	2.07	1.93	1.91	2.02	2.87	1.63	1.35	0.02
PRZEDSIĘBIORSTWA PAŃSTWOWE	23.12	19.58	14.91	11.31	8.51	6.06	6.51	4.93	3.92
SPÓŁKI AKCYJNE	5.86	7.46	9.24	10.2	10.62	10.98	15.78	15.54	15.71
SPÓŁKI CYWILNE	0.2	0.23	0.23	0.26	0.25	0.23	0.18	0.16	2.79
SPÓŁKI JAWNE	2.92	3.69	5.04	7.08	8.9	10.14	7.89	8.26	5.78
SPÓŁKI .Z.O.O	29.23	32.28	36.18	38.44	40.18	41.83	43.94	47.13	49.61
SPÓŁDZIELNIE	28.4	26.33	23.74	20.72	18.26	15.52	13.85	12.34	12.02
INNE	8.13	8.37	8.72	10.08	11.25	12.38	10.21	10.29	10.15

W świetle literatury kolejnym istotnym czynnikiem oddziaływującym na funkcjonowanie mechanizmu transmisji (MTM) jest struktura gałęziowo-sektorowa produkcji<sup>27</sup> i inne jej charakterystyki takie np., jak koncentracja, cykle rotacji zapasów, charakter produkowanych dóbr (dobra trwałego użytku). W świetle wyników badań przyjmuje się, że takie sektory, jak budownictwo, transport, produkcja przemysłowa są relatywnie wrażliwsze na szoki pieniężne niż np. usługi (finansowe, niefinansowe, społeczne). Niejednoznaczna może być odpowiedź górnictwa<sup>28</sup>. Z kolei Haimowitz<sup>29</sup> dowodzi, że przemysły produkujące dobra trwałego użytku reagują silniej zmianami w poziomie produkcji i cen na szoki cenowe niż pozostałe przemysły. W firmach o wysokiej relacji zapasy/przychody słabsza jest z kolei odpowiedź cenowa. Przemysły o dużej

<sup>27</sup> Por.np. G.Fares, R.Srour, op.cit. str.10-13.

<sup>28</sup> Por. np. J.Ganley, C. Salmon, The Industrial Impact of Monetary Policy Shocks: Some Stylized Facts, Bank of England Working Paper No. 68/1997

<sup>29</sup> Por. J.H.Haimowitz, Monetary Policy Shocks and Price Stickiness: An Analysis of Price and Output Responses to Policy in Manufacturing Industries, Federal Reserve Bank of Kansas City, RWP 96-07.

koncentracji produkcji wykazują natomiast silniejsze wahania poziomu produkcji, ale słabsze zmiany poziomu cen.

Jeśli chodzi o powyższe charakterystyki dla sektora polskich przedsiębiorstw, to wiele z nich wykazuje dosyć wysoką stabilność w latach 1993-2001. Taką cechą charakteryzuje się przede wszystkim struktura przychodów na poziomie sekcji EKD (PKD) – por. Tabl. 2. Bardziej widoczne zmiany są widoczne w „Górnictwie i kopalnictwie” i „Łączności”. Jeśli przyjąć cytowane wyniki Ganleya i Salmona<sup>30</sup> można na tej podstawie szacować, że ok. 51% produkcji może być bardziej wrażliwe na szoki pieniężne, choć z badań tych wynika silne zróżnicowanie funkcji odpowiedzi w „Działalności produkcyjnej”.

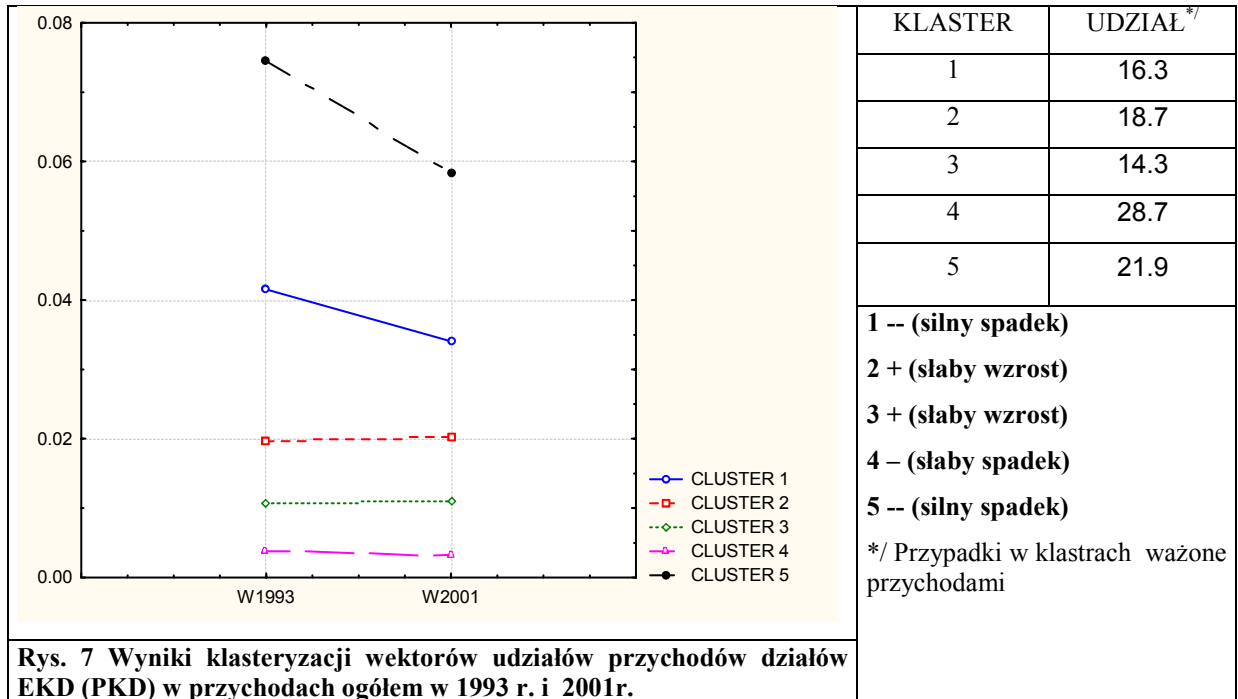
**Tabl. 2** Struktura przychodów w sekcjach EKD (PKD) w latach 1993-2001 (w %) w grupie firm składających formularz F-01 GUS

SEKCJA PKD	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
BUDOWNICTWO	5.63	5.31	5.29	5.44	5.92	6.28	6.17	6.08	5.47
DZIAŁALNOŚĆ .PRODUKCYJNA	39.71	40.78	42.76	40.95	40.10	37.88	42.13	41.81	40.84
GÓRNICTWO I KOPALNICTWO	5.52	5.50	5.05	4.42	4.06	3.39	3.57	3.39	3.47
HANDEL I NAPRAWY	25.99	24.53	24.29	26.63	27.79	29.89	25.81	26.71	26.23
ŁĄCZNOŚĆ	1.76	1.90	1.91	2.00	2.07	2.44	3.09	3.23	3.72
PRODUKCJA ENERGII ELEKTRYCZNEJ	10.78	11.48	10.49	9.95	9.05	8.51	9.01	8.17	9.36
TRANSPORT	5.53	5.12	4.79	4.42	4.31	3.99	3.90	3.93	4.58
POZOSTAŁE	5.08	5.38	5.42	6.20	6.69	7.62	6.32	6.69	6.32

Powyższemu, bardzo powierzchownemu obrazowi zmian strukturalnych można zarzucić wysoki poziom agregacji, na jakim śledzono te zmiany – sekcji EKD (PKD). Dlatego został on uzupełniony porównaniem struktury przychodów w 1993 r. i 2001 r., jaka kształtowała się na poziomie działów działalności. Analiza objęła 202 działy EKD (PKD). Na tym poziomie obserwacji zanotowano już bardziej istotne zmiany. Przede wszystkim, przeciętny współczynnik zmiany<sup>31</sup> struktury pomiędzy latami 1993-2001 wyniósł ok. 6.2%. Aby nieco dokładniej przyjrzeć się charakterowi tych zmian dokonano klasteryzacji zbioru dwuwymiarowych wektorów udziału (w latach 1993 i 2001). Wyniki zawiera Rys. 7.

<sup>30</sup> Myśląc o analogiach trzeba jednak widzieć choćby różnice w poziomie i rodzaju klasyfikacji, stosowanym przez tych Autorów – por. J.Ganley, C. Salmon, op.cit., str. 29-30

<sup>31</sup> Definiowany jako:



**Rys. 7 Wyniki klasteryzacji wektorów udziałów przychodów działów EKD (PKD) w przychodach ogółem w 1993 r. i 2001r.**

Z zestawienia tego wynika, że na tym poziomie dezagregacji w latach 1993-2001 wyraźnie spadły udziały „dużych” w 1993 r. działów. Zmianie tej nie towarzyszyło pojawienie się nowych „dużych” działów, lecz została ona skompensowana przez dosyć dynamiczny rozwój działów o bardzo małym znaczeniu w 1993 r. W rezultacie powstała mniej skoncentrowana struktura działowa.

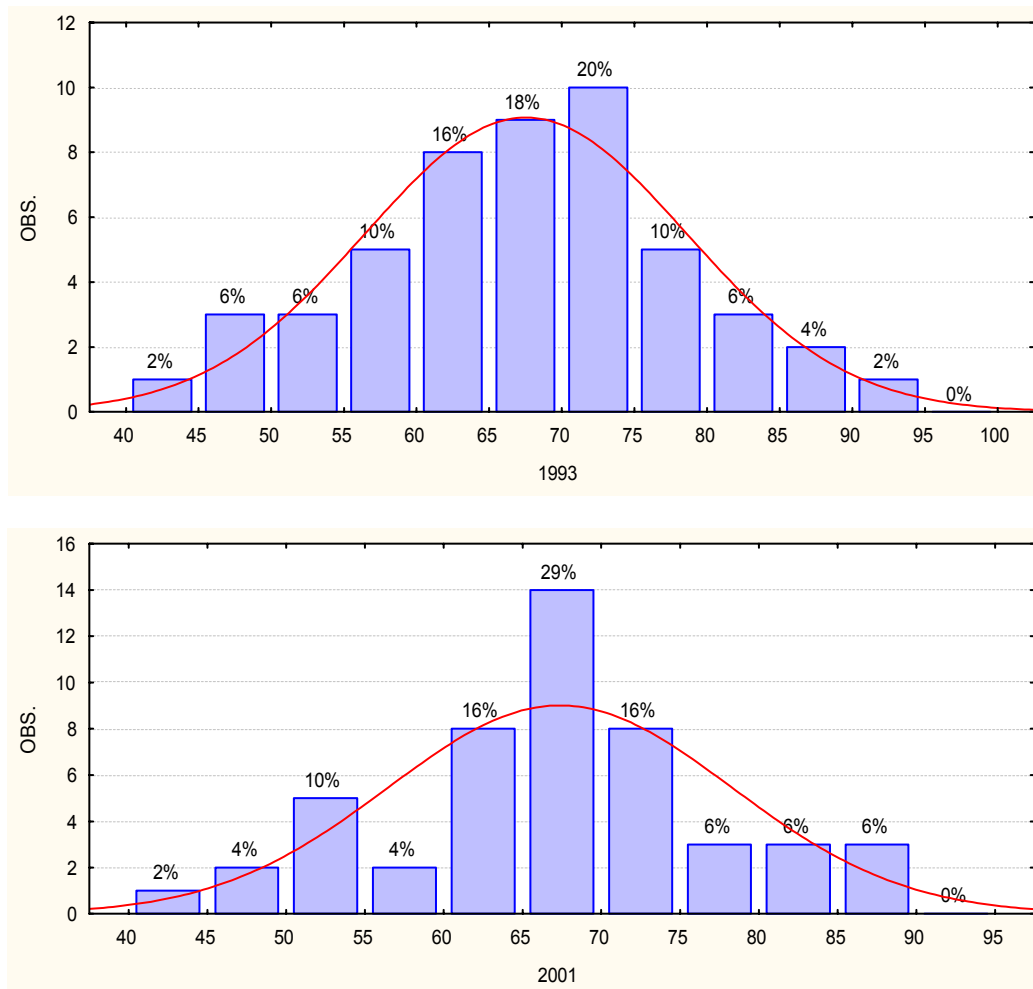
Do podobnych wniosków prowadzi analiza koncentracji produkcji w przekroju klasyfikacyjnym<sup>32</sup> wg. podsekcji EKD (PKD). Dla tego układu policzono współczynniki koncentracji Lorentza dla poszczególnych podsekcji. Rozkłady tych współczynników zawiera Rys. 8. Warto zauważyć, że w 2001 r. udział podsekcji o współczynnikach koncentracji powyżej 70% spadł w porównaniu z 1993 r. o ok. 8 punktów procentowych.

$$\sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (u_i^{1993} - u_i^{2001})^2}{n}} = \frac{\sqrt{\sum_{i=1}^n (u_i^{1993} - u_i^{2001})^2}}{\frac{1}{n}}, \text{ co wyjaśnia używanie terminu przeciętny} - 1/n \text{ to}$$

przeciętna wielkość udziału w strukturze, zaś górne piętro tego ułamka to przeciętna odległość pomiędzy nową i starą strukturą.

<sup>32</sup> Ta klasyfikacja daje podział populacji ok. 15000 firm na 50 klas.

Znaczenie tych przemian dla wrażliwości przedsiębiorstw na oddziaływanie polityki pieniężnej wydaje się jednak trudniejsze od prostej adaptacji cytowanych tu wyników Haimowitza. Z jednej bowiem strony bardziej płaska struktura branżowa, a więc i mniej zmonopolizowana, wydaje się jednocześnie mniej zdolna do inflacyjnych adaptacji cenowych w przypadku szoków pieniężnych. W ramach „paradygmatu portfelowego” struktura taka wydaje się też lepiej zdywersyfikowana, a więc bardziej odporna na różne szoki. Z drugiej strony płaska struktura może być bardziej wrażliwa na konkurencję, w tym importu, a więc i



**Rys. 8** Histogramy współczynników koncentracji Lorentza w 1993 r. i w 2001 r. dla klasyfikacji wg. podsekcji EKD (PKD)

silniej reagująca w ramach kanału kursu walutowego. W dodatku ta wrażliwość może obejmować również reakcję na „obce” szoki pieniężne - w krajach (obszarach) importujących z Polski. Zauważmy mianowicie, że płaska struktura oznacza na ogół brak branż produktów i marek wiodących, eksportowanych w takiej skali, że są one na obcych rynkach dobrze rozpoznawane i posiadają ustaloną, mniej zależną od wahań lokalnej koniunktury, pozycję na tych rynkach. W takim przypadku zmiana polityki pieniężnej w kraju importującym nasze



towary, zwłaszcza prowadząca do spadku wartości waluty, może relatywnie szybciej wypchnąć je z zagranicznego rynku. Konkludując należy jednak zaznaczyć, że mimo powyższych sugestii wpływ omawianych tu charakterystyk koncentracji na MTM jest z teoretycznego punktu widzenia złożony i niejednoznaczny, choć trudny do podważenia<sup>33</sup>.

W latach 1993-2001 miało miejsce kilka zmian w sektorze firm, zwiększających bezpośrednio ich potencjalną zdolność kredytową. Mamy tu na myśli przynajmniej dwa czynniki:

- Wzrost wielkości aktywów przedsiębiorstw
- Poprawę współczynnika pokrycia zobowiązań terminowych majątkiem trwałym przedsiębiorstw

Jeśli chodzi o pierwszy z tych elementów, to zmianom koncentracji działalności towarzyszyły w latach 1993-2000 również zmiany wielkości przedsiębiorstw. Empiryczna analiza zjawiska, wymagająca danych jednostkowych o firmach, jest bardzo utrudniona m.in. ze względu na wybór innego kryterium wielkości firmy, wprowadzonego przez GUS w 1999 r., w rezultacie czego podniósł się próg zatrudnienia dla przedsiębiorstw objętych częścią sprawozdań statystycznych statystyki publicznej. Spowodowało to automatyczny wzrost udziału w populacji przedsiębiorstw większych i całkowite wypadnięcie z niej firm najmniejszych. Dlatego skokowe zmiany w tym właśnie roku muszą być ostrożnie interpretowane. Poważnym problemem była też inflacja, ograniczająca porównywalność wielkości nominalnych w czasie, a także związana z tym zjawiskiem, a sygnalizowana już wcześniej - aktualizacja wartości majątku, skokowo zwiększająca tę wartość.

Pierwszą z przedstawionych tu miarę zmian wielkości firm są zmiany w wielkości firm, klasyfikowanych wg tzw. klasyfikacji decymalnej<sup>34</sup>. Z Rys. 9 wynika, że w analizowanym okresie wyraźnie rósł udział firm o średniej wielkości (klasa A-3). Możemy natomiast mówić o pewnym spadku udziałów firm małych i najmniejszych w tym układzie klasyfikacyjnym

---

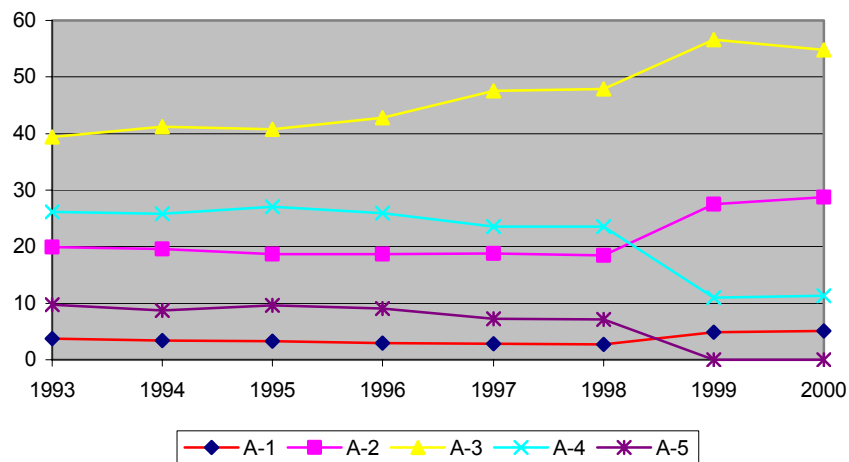
<sup>33</sup> Wpływ ten zależy m.in. od znaku tzw. mnożnika polityki pieniężnej. Por. np. M.Mazzoli, Credit channel and Industrial Firm's Market Power, Department of Economics University of Modena and Reggio Emilia, April 12, 2000

<sup>34</sup> Warunek przynależności firmy do danej klasy jest następujący:

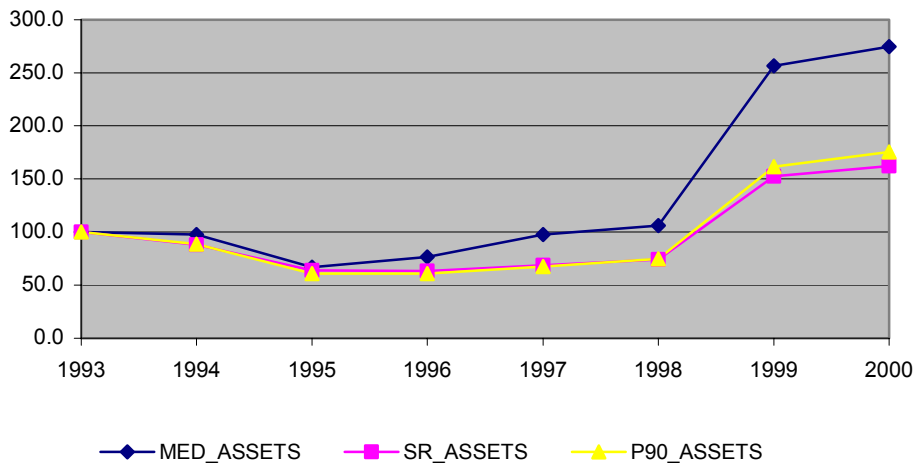
$$j \in A_i \text{ gdy } i = \text{pr} \log_{10} \left( \frac{u_j}{\sum_{k=1}^n u_k} \right), \text{ gdzie } u_j - \text{wartość aktywów firmy, } n - \text{liczba firm w próbie w danym}$$

roku, zaś pr – cecha logarytmu dziesiętnego. Zaletą tej klasyfikacji jest jej „teoretyczna” niewrażliwość na inflację.

(klasy A-4, A-5 – odpowiednio). Stabilny jest udział firm z największych (klasy A-1). Trudna jest, w świetle danych, jakimi dysponuje NBP, interpretacja zmian udziału firm dużych (klasa A-2) od 1999 r. z uwagi na wspomniane już zmiany metodologiczne GUS. Ze względu na wysoką dynamikę inwestycji w latach 1996-97 można przypuszczać, że również i tu nastąpił wzrost udziału tej grupy przedsiębiorstw, aczkolwiek prawdopodobnie mniejszy niż wynikałoby to z Rys. 9.



**Rys. 9** Klasyfikacja decymalna aktywów w latach 1993-2000 (na podstawie sprawozdań F-02 GUS). Na osi pionowej udział poszczególnych klas wielkości firm (w %).

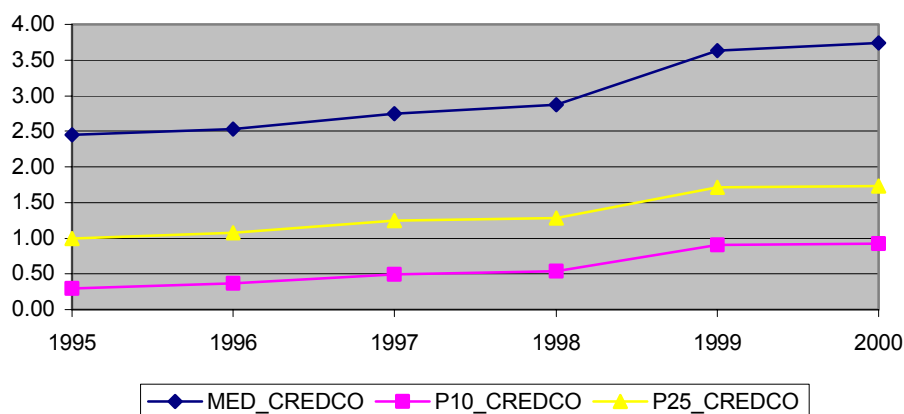


**Rys. 10** Mediana (MED\_ASSETS), średnia (SR\_ASSETS) oraz 9 decyl (P90\_ASSETS) realnej wartości aktywów w przedsiębiorstwach objętych sprawozdaniem F-02 GUS w latach 1993-2000 (1993=100).

Analiza Rys. 10 również potwierdza fakt istotnego wzrostu realnej wartości aktywów przedsiębiorstw w latach 1993-2000. Zwraca m.in. uwagę wyraźnie wyższa dynamika mediany aktywów niż średniej i dziewiątego decyla. Pokazuje to relatywnie bardziej

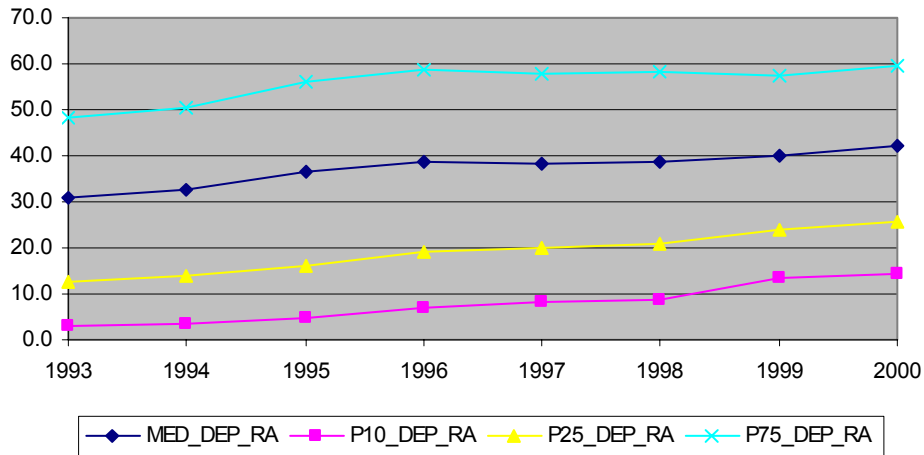
dynamiczny wzrost aktywów firm małych i średnich niż największych. Precyzyjna dyskusja o skali wzrostu wielkości aktywów w sektorze firm wydaje się być jednak również trudna – zarówno z analogicznych powodów, jak w przypadku rezultatów klasyfikacji decymalnej, oraz dodatkowo ze względu na zniekształcenia wielkości nominalnych, spowodowane inflacją.

Podsumowując ten wątek rozważań należy podkreślić, że zgodnie ze współczesnymi poglądami na temat roli wielkości firm w MTM, powyżej opisane zmiany mogą sugerować pewien spadek wrażliwości przedsiębiorstw na impulsy pieniężne, gdyż firmy o większych aktywach są też potencjalnie lepszymi klientami banków; m.in. dlatego, że mogą oferować większą wartość zabezpieczeń kredytów. Bardziej bezpośrednią ilustracją tego zjawiska jest kształtowanie się relacji pomiędzy majątkiem trwałym firm, a ich zobowiązaniami terminowymi (por. Rys. 11). Od 1995 r. obserwujemy mianowicie systematyczną poprawę tego współczynnika. Pewnym problemem może być jednak obserwowany jednoczesny wzrost stopnia zużycia<sup>35</sup> majątku trwałego (por. Rys. 12), który powodować może pewien spadek wartości tego majątku jako potencjalnego zabezpieczenia kredytu.



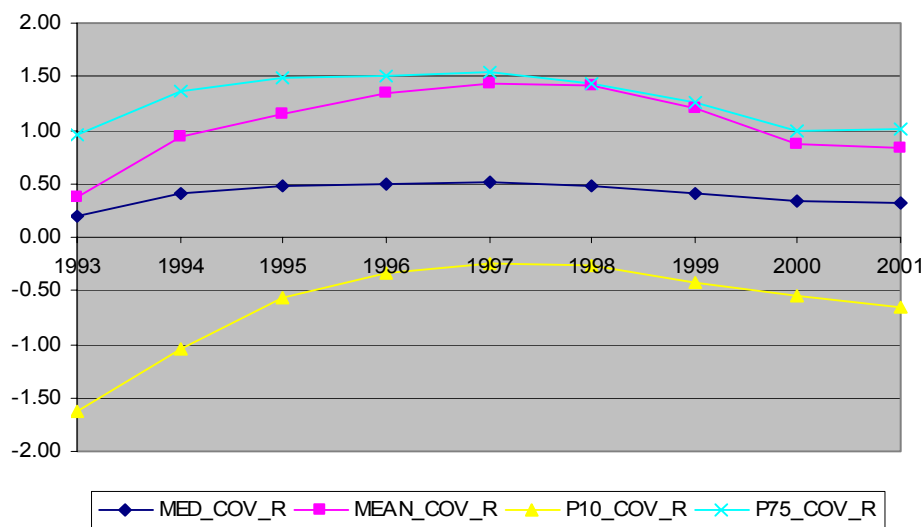
Rys. 11 Wybrane charakterystyki rozkładu(MED\_CREDCO- mediana współczynnika, P10\_CREDCO pierwszy decyl rozkładu, P25\_CREDCO – pierwszy kwartyl) relacji pomiędzy majątkiem trwałym firm a ich zobowiązaniami terminowymi w latach 1995-2000.

<sup>35</sup> Definiowanego jako relacja wartości umorzenia majątku trwałego do sumy wartości majątku trwałego netto i wartości umorzenia tego majątku.



Rys. 12 Mediana (MED\_DEP\_RA), pierwszy decyl (P10\_DEP\_RA) pierwszy kwartyl (P25\_DEP\_RA) oraz trzeci kwartyl (P75\_DEP\_RA) stopnia zużycia majątku trwałego w latach 1993-2000 (w %)

Czynnikiem negatywnie oddziałującym na potencjalną zdolność firm w ostatnim okresie może też być pogarszająca się relacja przepływów pieniężnych do kredytów i pożyczek ogółem. Trzeba zauważyć, że od 1998 r. następuje pogarszanie się tej relacji dla wszystkich analizowanych tu charakterystyk rozkładu. Pierwszy decyl rozkładu jest dodatkowo w całym analizowanym okresie ujemny. Tak więc, w świetle tych danych, ostatnio może maleć zdolność polskich przedsiębiorstw do bieżącej obsługi zadłużenia kredytowego. Posługujemy się tu trybem przypuszczającym, gdyż jak zobaczymy w następnej części artykułu, obsługa zadłużenia kredytowego jest priorytetem dla naszych firm. Zmniejszający się strumień gotówki nie musi więc oznaczać pogorszenia się obsługi długu, a raczej brak spłaty innych zobowiązań firm. Jest to szczególnie łatwe dla dużych przedsiębiorstw, w stosunku do których istnieją ograniczone, tak ze względów politycznych, jak i niekiedy ekonomicznych, możliwości podejmowania radykalnych kroków windykacyjnych odnośnie przeterminowanych zobowiązań niebankowych. Zjawisko to tłumaczy też pewien paradoks, polegający na dosyć dynamicznym, w niektórych podokresach lat 1993-2001, dopływie kredytów do pewnych grup dużych, ale mało bądź wręcz nieefektywnych przedsiębiorstw. Otóż działanie takie było dla banków opłacalne – firmy te ubiegały się bowiem na ogół o relatywnie duże kredyty, przynoszące spore dochody odsetkowe, przy ograniczonych dla banków kosztach badania zdolności kredytowej podmiotu i innych nakładach niezbędnych dla udzielenia kredytu. Kredyty te, ze względu na priorytetowość ich obsługi, były paradoksalnie dosyć bezpieczne dla banku; mimo często nie najlepszej ogólnej kondycji kredytobiorcy.

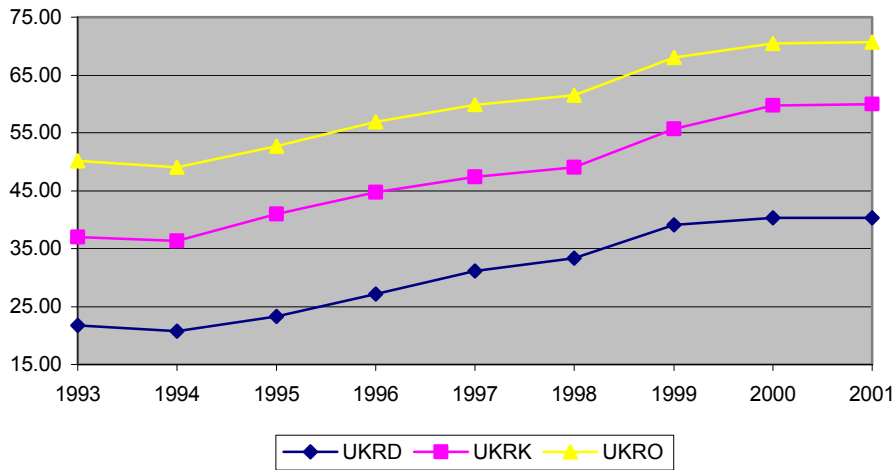


Rys. 13 Mediana (MED\_COV\_R), średnia (MEAN\_COV\_R) oraz trzeci kwartył (P75\_COV\_R) relacji pomiędzy cash flow operacyjnym a wielkością zadłużenia kredytowego i pożyczek ogółem w latach 1993-2001.

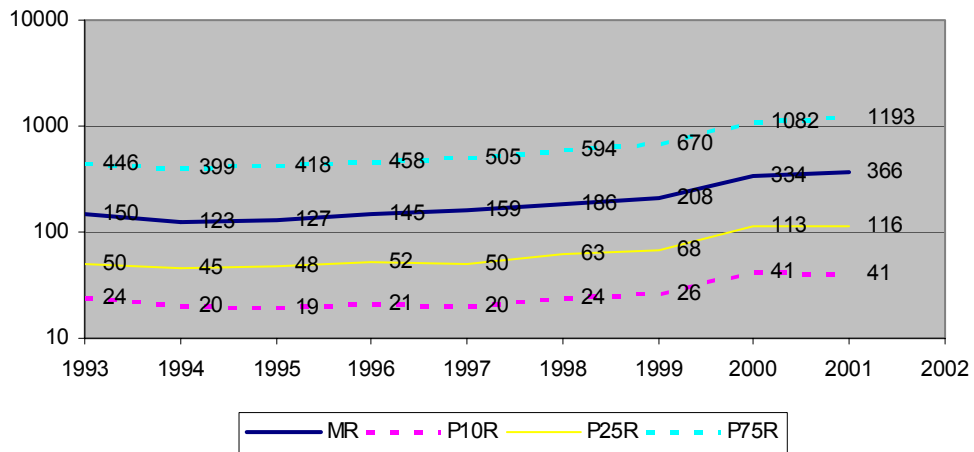
Parę uwag sformułujemy obecnie odnośnie wrażliwości polskich przedsiębiorstw na zmiany w polityce pieniężnej; zwłaszcza wahania stóp procentowych. Wydaje się, że przynajmniej trzy czynniki mogą powodować relatywnie mniejszą wrażliwość polskich przedsiębiorstw na działania podejmowane w ramach polityki pieniężnej:

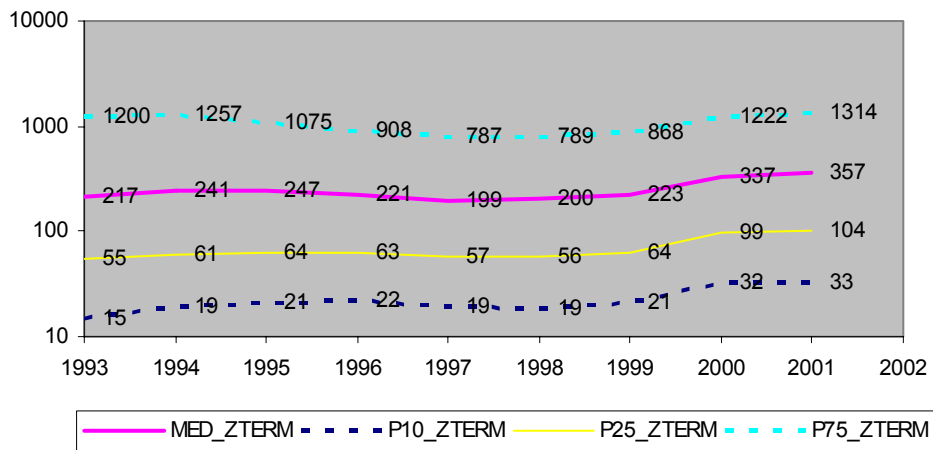
- Dość niski odsetek kredytobiorców posiadających zobowiązania długoterminowe
- Niski poziom dźwigni finansowej
- Wysoki udział kredytu kupieckiego w pasywach

Jeśli chodzi o udział firm posiadających zobowiązania kredytowe, to podstawowe informacje zawiera Rys. 14. Choć udziały podmiotów posiadających zadłużenie kredytowe systematycznie rosły w latach 1994-2001, przy pewnej stabilizacji w okresie 2000-2001, to faktem pozostaje, że w 2001 r. zadłużenie terminowe posiadało jedynie ok. 40% przedsiębiorstw. Dla dużej grupy firm, zarówno nie posiadających w ogóle zobowiązań dłużnych, zwłaszcza terminowych, jak i mających jedynie zobowiązania krótkookresowe, zmiany stóp procentowych nawet o kilka punktów mogą wywoływać bardzo nieznaczne wahania ich CF. Ewentualny wzrost wrażliwości przedsiębiorstw na tego typu zmiany może natomiast wynikać z tego, że w analizowanym okresie rosły wyraźnie poziomy tego zadłużenia; tak dla zadłużenia bieżącego, jak i terminowego (por. Rys. 15 ) i to zarówno w grupie małych, jak i większych kredytów.



Rys. 14 Udział firm posiadających kredyty i pożyczki terminowe (UKRD), krótkoterminowe (UKRK) oraz zadłużenie kredytowe (UKRO) w latach 1993-2001 (w % populacji składającej sprawozdanie F-01)



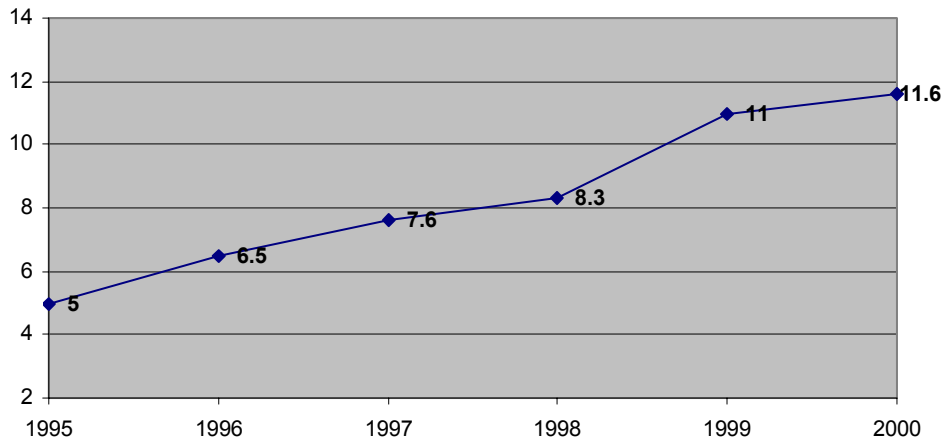


Rys. 15 Rozkłady zadłużenia bieżącego (górny rysunek) oraz terminowego (dolny rysunek) w latach 1993-2001 w tys. zł. w cenach 1993 r. MR, MED\_ZTERM - mediana, P10R, P10\_ZTERM - pierwszy decyl, P25R, P25\_ZTERM - pierwszy kwartył, P75R, P75\_ZTERM - trzeci kwartył, dla zadłużenia bieżącego i terminowego, odpowiednio. Skala logarytmiczna.

Stosunkowo małą wrażliwość na skutki kosztowe zmian stóp procentowych sugeruje też niski poziom dźwigni finansowej w polskich przedsiębiorstwach. Choć rośnie ona systematycznie od 1995 r., jej poziom jest jednak wyraźnie niższy od występującego w wielu krajach rozwiniętych (por. Rys. 16). Sytuacja ta może też oznaczać, że w polskich przedsiębiorstwach niższe jest też ryzyko kredytowe wywołane fluktuacjami CF, niższy poziom *moral hazard*, oraz istnieje pewien „zapas” zdolności kredytowej.

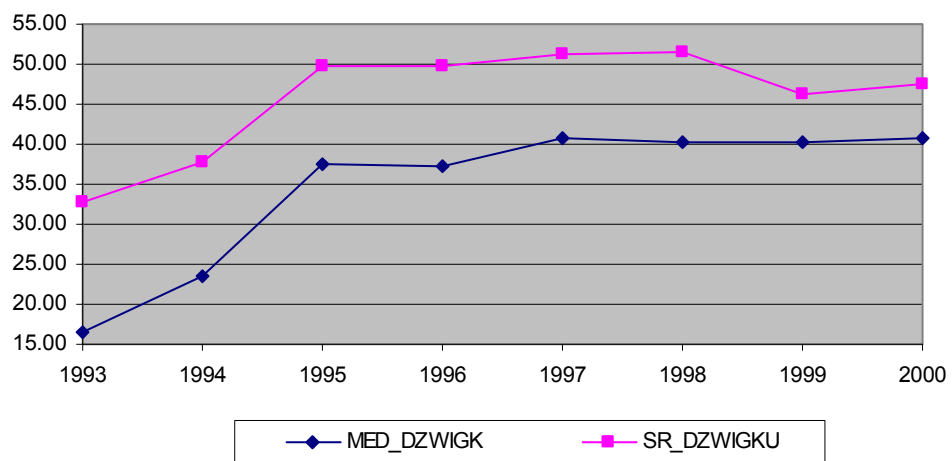
Ostatnim, z omawianych tu, czynników, zmniejszających wrażliwość polskich przedsiębiorstw na niektóre skutki polityki pieniężnej jest bardzo wysoki udział kredytu kupieckiego. Zgodnie ze współczesnymi poglądami na temat MTM, szeroko rozumiany kredyt kupiecki jest jedną z form „wymykania się” przedsiębiorstw z zaciskającej się obręczy zwiększającej restrykcyjność polityki pieniężnej<sup>36</sup>. W Polsce ten mechanizm wydaje się

<sup>36</sup> Por. np. M.Kohler, E.Britton, T.Yates, Trade credit and the monetary transmission mechanism, Bank of England 2000



Rys. 16 Dźwignia finansowa w latach 1995-2000 (w %).

jeszcze silniej działający, gdyż w rozwiniętych gospodarkach rynkowych proces powyższy ogranicza się przeważnie do wymuszonego ciśniejszą polityką pieniężną kredytowania firm mających niedobór wolnych środków pieniężnych przez przedsiębiorstwa dysponujące odpowiednio dużymi zasobami. W krajach transformujących się do tego schematu dochodzą jeszcze dwie możliwości – zalegania z nawet dużymi płatnościami wobec niektórych wierzycieli bez groźby upadłości (o czym już wspominaliśmy) oraz zdolność adaptacji<sup>37</sup> części firm do funkcjonowania w warunkach zatorów płatniczych.



Rys. 17 Mediana (MED\_DZWIGK) oraz średnia (SR\_DZWIGKU) kredytu kupieckiego i pozabankowych zobowiązań obcych w pasywach

W Polsce udział kredytu kupieckiego i pozabankowych zobowiązań obcych w pasywach wynosił w 2000 r. przeciętnie ok. 46%, co znacznie odbiegało od roli tego typu zobowiązań w krajach rozwiniętych, w których ich udział waha się w przedziale od 10 do 20%.

<sup>37</sup> Wynikającej m.in. i z doświadczeń historycznych.



#### IV. WYBRANE UWARUNKOWANIA ODDZIAŁYWANIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ NA SEKTOR FIRM W ŚWIELE DANYCH JAKOŚCIOWYCH

Ze względu na zakres artykułu nasze rozważania dotyczące wyników jakościowych badań nad MTM zawężymy<sup>38</sup> tu do problemu tzw. ograniczenia finansowego (financing constraints). Nastęcza on dużo zarówno teoretycznych, jak i empirycznych kłopotów. Przede wszystkim zwróćmy uwagę na fakt, że w literaturze nie ma ani jednolitego rozumienia terminu *ograniczenie finansowe* przedsiębiorstwa, ani bezdyskusyjnych miar siły oddziaływania tego ograniczenia na firmy. Więcej, najnowsze badania sugerują odrzucenie hipotezy monotoniczności (monotonicity hypothesis), będącej w wielu opracowaniach jedną z metod identyfikacji siły ograniczenia finansowego firmy<sup>39</sup>. Sporo krytyki zebrały próby wiązania poziomu ograniczenia finansowego ze stopą wypłat dywidend<sup>40</sup>. Nowoczesne teorie polityki dywidend wskazują bowiem na istnienie wielu „anomalii” w ich wypłatach; niekoniecznie związanych z oddziaływaniem ograniczenia finansowego. Osłabia to przekonanie, że niska stopa wypłat dywidend jest związana z ograniczeniami finansowymi przedsiębiorstwa. W literaturze można też znaleźć przykłady innych „stóp”, stosowanych jako pośrednie indykatory siły oddziaływania bariery finansowej – relację gotówki i płynnych papierów do aktywów firm<sup>41</sup>, czy wielkość dźwigni finansowej lub współczynnika pokrycia odsetek<sup>42</sup> (interest coverage ratio), choć budzą one podobne kontrowersje.

W nowszych opracowaniach firmę ograniczoną finansowo definiuje się jako podmiot, dla którego „...koszty lub stopień niedostępności zewnętrznych funduszy uniemożliwiają przedsiębiorstwu realizację inwestycji, która byłaby podjęta w przypadku braku tych barier...<sup>43</sup>”. Niestety, taka definicja jest mało operacyjna. Z tego m.in. powodu K-Z posługują

---

<sup>38</sup> Pełniejszą analizę wyników badań ankietowych prowadzonych w NBP nad tym zagadnieniem można znaleźć w: „Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstw w 2001 r. ze szczególnym uwzględnieniem zjawisk pieniężno-kredytowych (w świetle badań ankietowych i danych GUS)”, NBP, czerwiec 2002. Opracowanie jest dostępne w wersji pdf na stronie internetowej Banku: [www.nbp.pl/publikacje/index.html](http://www.nbp.pl/publikacje/index.html)

<sup>39</sup> Tradycyjnie przyjmuje się, że wrażliwość inwestycji przedsiębiorstwa na zmiany cash flow jest proporcjonalna do stopnia jego ograniczenia finansowego. Przy takim założeniu firmy „ograniczone” to po prostu takie, które charakteryzuje wysoki stopień wrażliwości.

<sup>40</sup> Koncepcja taka jest punktem wyjścia klasycznego już artykułu Fazzariego, Hubbarda i Petersena („Financing Constraints and Corporate Investment”, *Brooking Papers on Economic Activity*, 1988).

<sup>41</sup> Por. np. Ch.Calomiris, Ch.Himmelberg, P.Wachtel, *Commercial Paper, Corporate Finance, and the Business Cycle: a Microeconomic Perspective*, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 42/1995

<sup>42</sup> Por. np. T.White, *Debt, Liquidity Constraints, and Corporate Investment: Evidence from Panel Data*, *Journal of Finance*, 47/1992

<sup>43</sup> Por. S.N.Kaplan, L.Zingales, *Do financing constraints explain why investment is correlated with cash flow*, *NBER Working Paper* 5267

się mieszaną metodą identyfikacji stopnia ograniczenia finansowego – bazującą zarówno na danych ilościowych, jak i jakościowych<sup>44</sup>. W opracowaniu również zostanie zastosowane i ilościowe, i jakościowe podejście do problemu.

Jeśli chodzi o analizę ilościową, to na poziomie przedsiębiorstw, na bazie sprawozdań F-02 GUS, przeanalizowane zostały trzy zmienne: relacja cash flow do kapitału, relacja cash flow netto<sup>45</sup> do kapitału oraz gotówki do kapitału. Przedsiębiorstwa grupowano stosując klasteryzację bazującą na zasadzie najbliższego sąsiedztwa i dzieląc firmy na trzy grupy: firm bardzo dobrych (nie doświadczających wewnętrznych barier finansowych), firm dobrych, charakteryzujących się relatywnie niewielkimi ograniczeniami oraz firm „złych” z wyraźnymi ograniczeniami. Za podstawę zaliczenia otrzymywanych klastrów do powyższych kategorii przyjęto normy dla w/w zmiennych, uzyskane w cytowanej pracy K-Z.

Wyniki klasteryzacji zawiera Rys. 18. Na podstawie otrzymanych rezultatów można stwierdzić, że od 1998 r. nieco zmalał udział firm bardzo dobrych, przy niewielkim wzroście firm dobrych. Systematycznie natomiast zwiększał się udział firm złych, przy czym nie przewyższa on wyników uzyskanych przez K-Z. Można jednak przyjąć, że przy powyższym podejściu w polskiej gospodarce udział firm bardzo dobrych, nie ograniczonych finansowo, oscyluje w okolicach 1/5 próby. Interpretując wyniki warto też zwrócić uwagę na fakt, że grupa firm dobrych może być dosyć zróżnicowana wewnętrznie – zawierać zarówno przedsiębiorstwa „na granicy” bariery finansowej, jak i o niemal całkowitym jej braku.

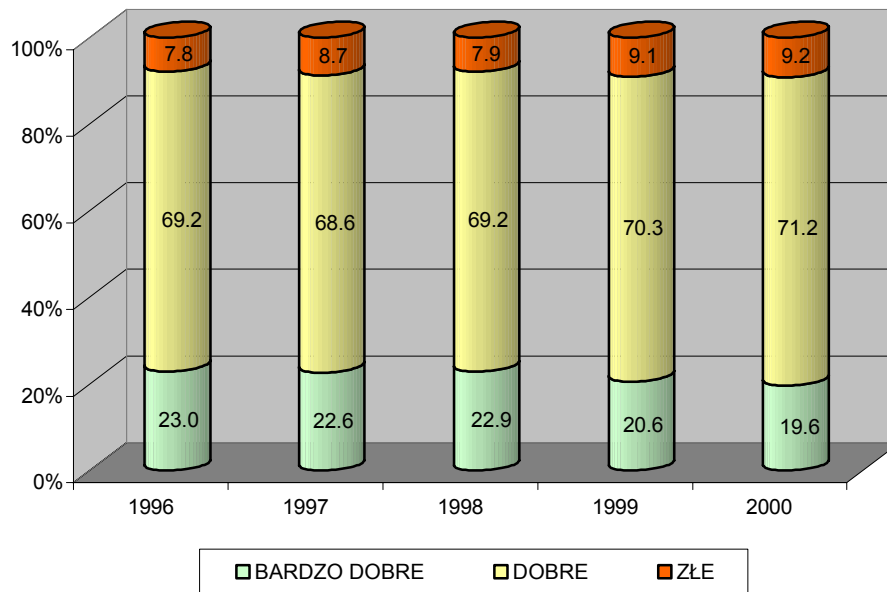
Dosyć podobne wnioski nasuwają wyniki rocznych badań ankietowych prowadzonych w NBP w latach 1995-2001. Przede wszystkim trzeba zauważyć, że w latach 1995-99<sup>46</sup> od 9,4% (w 1996r.) do 13,4% (w 1999r.) badanych podmiotów informowało, że posiada wystarczające środki własne i dlatego m.in. nie korzysta z kredytów bankowych. Dla 1999 r. jest to wynik bardzo zbliżony do rezultatu przedstawionego na Rys. 18.

---

<sup>44</sup> Kaplan i Zingales posługiwali się pięciostopniową klasyfikacją podmiotów ze względu na stopień ich ograniczenia finansowego. Warto podkreślić, że w przypadku stopnia najwyższego – firm bez ograniczenia finansowego (NFC), o przynależności do klasy decydowało, obok ilościowych, kryterium jakościowe - w raporcie rocznym firmy znajdowała się deklaracja o braku takiego ograniczenia.

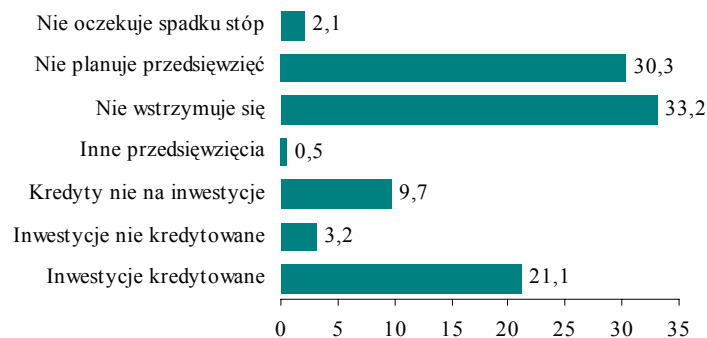
<sup>45</sup> Tj. pomniejszonego o inwestycje. Warto też zwrócić uwagę, że zestaw zmiennych jest tu węższy niż u Kaplana i Zingalesa. Wynika to z niedostępności części danych dla polskich firm.

<sup>46</sup> Brak jest porównywalnych danych za lata 200-2001.



Rys. 18 Udziały firm wg. stopnia ograniczenia finansowego w latach 1996-2000

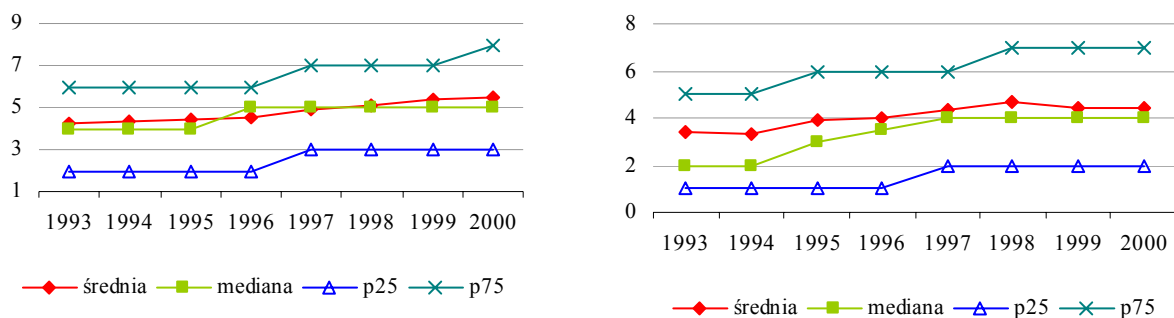
Wg. tych samych badań od 67,6% do 73,3% firm miało w latach 1995-1999 trwałą zdolność kredytową (co może odpowiadać grupie firm dobrych na Rys. 18). Jednocześnie od 7,2% do 11,6% przedsiębiorstw spotkało się z odmowa udzielenia kredytu przez banki kredytujące – taki może być udział firm „złych”.



Rys. 19 Rodzaj przedsięwzięcia, z którym powstrzymują się przedsiębiorstwa w oczekiwaniu na trwały spadek ceny kredytu złotowego (oś pozioma: procent próby).

Jedną z pośrednich miar ograniczenia finansowego firm jest, zgodnie zresztą z cytowaną definicją K-Z, analiza efektu „powstrzymywania się” firmy od podjęcia określonych działań ze względu na aktualny poziom ceny pieniądza i innych czynników warunkujących jego dostępność. Wyniki przeprowadzonego w 2001 r. badania przedstawia Rys. 19. Z zestawienia tego można wnioskować, że nie więcej niż 1/3 badanych podmiotów wykazuje tego typu

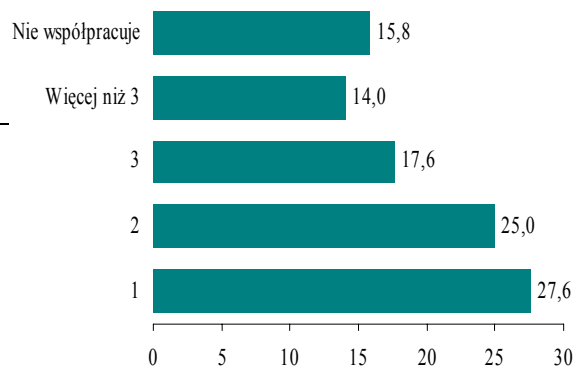
ograniczenie, przy czym jedynie ok. 21% przypadków dotyczyłoby inwestycji kredytowanych. Warto przypomnieć, że jedną z przyczyn relatywnie słabszej wrażliwości polskich przedsiębiorstw, w tym właśnie inwestycji, na impulsy pieniężne może być duża rola samofinansowania działalności gospodarczej. Z Rys. 20 wynika mianowicie, że choć w 2002 r. rola kredytów rosła, to ani mediana, ani średnia nie przekroczyły w przypadku kredytu długoterminowego poziomu 4 punktów – a więc umiarkowanego. Nieco istotniejsze było oddziaływanie kredytu krótkoterminowego – tu została osiągnięta wartość 5 punktów, co może odpowiadać przeciętnemu znaczeniu.



**Rys. 20** Znaczenie kredytu krótkoterminowego (lewy rysunek) oraz długoterminowego (prawy rysunek) w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa (1 – małe znaczenie, 10 – duże znaczenie). P25 oraz P75 – pierwszy i trzeci kwartył rozkładu.

Ograniczenie finansowe przedsiębiorstw jest często efektem zjawiska racjonowania kredytu przez banki, czemu sprzyja ich monopolistyczna pozycja lub (i) brak znajomości klienta. W takiej konfiguracji banki łatwo mogą zrezygnować z kredytowania przedsiębiorstw w przypadku, gdy procedury identyfikacji zdolności kredytowej potencjalnego kredytobiorcy są kosztowne, długotrwałe lub obarczone dużym ryzykiem. W świetle cytowanych już badań ankietowych NBP, przeprowadzonych w 2001 r. na próbie dużych polskich przedsiębiorstw, te czynniki nie wydają się mieć decydującego znaczenia w tej grupie. Badania te ujawniły mianowicie, że:

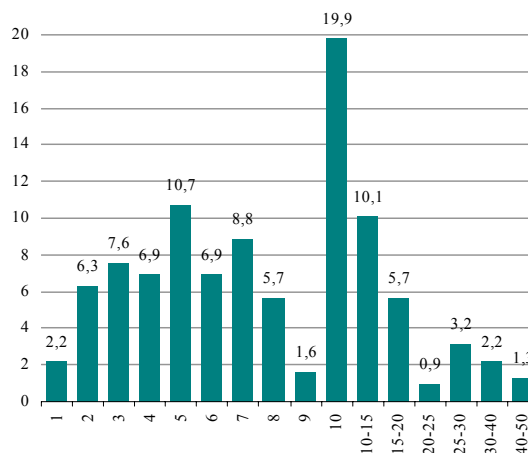
- Ponad połowa ankietowanych przedsiębiorstw korzystała z usług więcej niż jednego banku (por. Rys. 20)
- Średni okres współpracy przedsiębiorstw z bankami kredytującymi w próbie wynosił 8 lat, przy czym 40% podmiotów współpracowało dłużej niż 10 lat (por. Rys. 22)



pożyczkowe firm<sup>47</sup>.

ich firm w Polsce w latach 1993-2001 a oddziaływanie monetarnej

W świetle badań empirycznych taki czas współpracy z bankami jest uważany za dosyć już długi a to, jak wynika z praktyki, znacznie zwiększa potencjalne zdolności

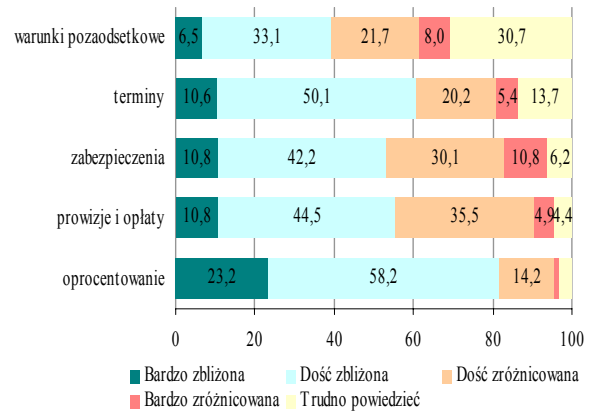
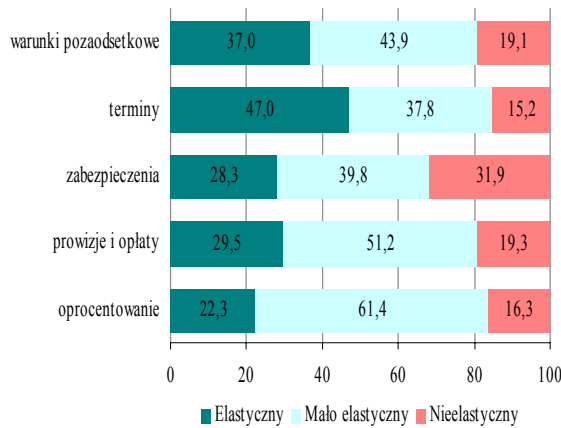


Rys. 21 Liczba banków kredytujących przedsiębiorstwo (oś pozioma: procent próby)

Rys. 22 Okres (w latach) współpracy z bankiem w zakresie kredytowania (oś pozioma: okres współpracy w latach, oś pionowa: procent próby)

Oczywiście, interpretacja powyższych rezultatów musi być ostrożna. Po pierwsze, dotyczą one dość specyficznej grupy dużych przedsiębiorstw. Ze względu na trwający proces transformacji gospodarki, w ramach którego intensywne są procesy kreacji i przekształcania się firm, spora część z nich nie posiada dostatecznie długiej „historii”. Uwaga ta odnosi się zwłaszcza do mniejszych podmiotów. Po drugie, istnienie nawet kilku banków kredytujących nie musi oznaczać braku postaw monopolistycznych w relacjach z klientem. Choć problem wymaga głębszej analizy warto zwrócić uwagę, że już w świetle opinii respondentów faktyczna konkurencja między bankami wydaje się aktualnie dosyć ograniczona (por. Rys. 23 Rys. 24.). Na przykład pod względem oprocentowania oferta banków była w 2001 r., zdaniem ankietowanych, mało zróżnicowana, a elastyczność w negocjacjach z kredytobiorcami – w tym obszarze niewielka. Z drugiej strony z tych samych badań wiadomo, że to właśnie oprocentowanie jest dla przedsiębiorstw podstawowym czynnikiem decydującym o wyborze banku kredytującego.

<sup>47</sup> Por. np. M.Petrsen, R.Rajan, The Benefits of Firm-Creditor Relationships: Evidence from small business data, University of Chicago, June 1992



**Rys. 23** Elastyczność banków komercyjnych w negocjacjach z kredytobiorcami. Ocena poszczególnych elementów umowy kredytowej (oś pozioma: procent próby)

**Rys. 24** Ocena zróżnicowania ofert kredytowych w zakresie kredytu złotowego (oś pozioma: procent próby)

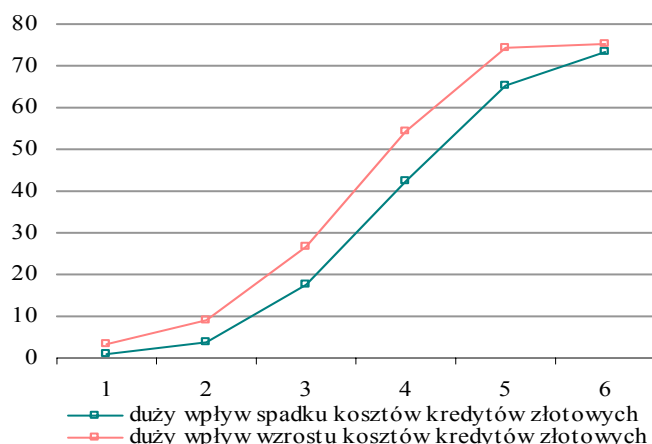
#### IV. UWAGI KOŃCOWE

Biorąc pod uwagę m.in. wyraźnie niższy niż w krajach wysoko uprzemysłowionych poziom dźwigni finansowej w polskich przedsiębiorstwach można przypuszczać, że siła oddziaływania kanału stopy procentowej jest słabsza od obserwowanej w gospodarkach rozwiniętych. Na przestrzeni minionej dekady rola tych mechanizmów mogła jednak rosnąć; choćby z powodu zwiększania się pozycji kredytu w finansowaniu przedsiębiorstw.

Od działania klasycznego kanału stopy procentowej większe znaczenie w Polsce mogą mieć natomiast zjawiska racjonowania kredytu. Nie wydaje się jednak, by w przypadku dużych firm ich podstawowym źródłem była głęboka asymetria informacji, czy zbyt mała zdolność konkurencyjna banków. Z punktu widzenia kosztów transakcyjnych banku i jego ryzyka, finansowanie budżetu może być bowiem tańsze i bezpieczniejsze niż innych podmiotów gospodarczych.

Warto podkreślić, że niezależnie od oceny stopnia wpływu krajowej polityki makroekonomicznej, w tym pieniężnej, na sytuację firm, w Polsce istnieje czynnik wyraźnie łagodzący działanie tego mechanizmu – finansowanie zewnętrzne; zwłaszcza związane z DFI (Direct Foreign Investment). Jak pokazują badania efekt tego finansowania działa szczególnie silnie właśnie w przypadku krajów rozwijających się, w których dopływ środków

zagranicznych dotyczy przeważnie nie tylko firm międzynarodowych<sup>48</sup>, ale również przedsiębiorstw krajowych.



**Rys. 25** Efekt oddziaływania zmian kosztów kredytów złotych. Oś pionowa – udział procentowy grupy przedsiębiorstw określających wpływ zmiany o określonym kierunku jako duży, oś pozioma – skala zmian kosztów kredytów w punktach.

Ostatnią, poruszoną tu sprawą, jest kwestia ograniczonego wpływu spadku stóp procentowych banku centralnego na sytuację finansową przedsiębiorstw. Zjawisko to może wynikać z nałożenia się dwóch czynników. Pierwszym, dobrze i od dawna<sup>49</sup> znanym, jest asymetryczna reakcja banków komercyjnych na zmiany stóp banku centralnego, polegająca m.in. na wolnym dostosowywaniu własnych stóp w przypadku obniżek dokonywanych przez bank centralny. W Polsce, ze względu m.in. na niski poziom koniunktury, takie reakcje banków są szczególnie prawdopodobne, gdyż w takich okolicznościach gospodarczych liczyć się należy raczej z pogarszaniem się sytuacji ekonomicznej firm, a więc i niższej ich zdolności kredytowej i większym ryzyku niewypłacalności – stąd „wstrzemięźliwość” banków w redukcji stóp. Drugim czynnikiem jest jednak asymetria występująca po stronie przedsiębiorstw. Jak wynika bowiem z badań ankietowych NBP (por. Rys. 25) dla firm satysfakcja z określonego spadku stóp procentowych jest mniejsza niż dyssatisfakcja w przypadku analogicznego ich wzrostu.

<sup>48</sup> Które są zresztą uważane za przedsiębiorstwa pozbawione ograniczenia finansowego – por.np. A.Harrison, I.Love, M.McMillian, Foreign Investment and Financial Constraints, September 2001

<sup>49</sup> Por. np. M.Dueker, D.Thornton, Asymmetry in the Prime Rate and Firms' Preference for Internal Finance, Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper 1994-017A