

*Andrzej Bogus\**

## **EFEKT WYPYCHANIA KREDYTÓW W PORTFELU INSTRUMENTÓW DŁUŻNYCH PRZEDSIĘBIORSTW**

### **1. WPROWADZENIE**

Trwałym elementem gospodarki finansowej przedsiębiorstw jest wykorzystywanie obok kapitałów własnych również instrumentów dłużnych. Ich rola w budowaniu pozycji konkurencyjnej jest powszechnie akceptowana. Tradycyjnie podstawowe znaczenie w portfelu tych instrumentów mają kredyty. O ile dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw zasilanie kredytowe ma w dalszym ciągu fundamentalne znaczenie, o tyle dla przedsiębiorstw dużych są one często w znacznym stopniu zastępowane emisją dłużnych papierów wartościowych. Jest to „efekt wypychania” kredytów przez inne instrumenty, takie jak: krótkoterminowe papiery dłużne czy obligacje korporacyjne. Zjawisko to jest dużym wyzwaniem dla bankowości korporacyjnej. Stwarza nowy obszar współpracy banków z przedsiębiorstwami, które oprócz roli instytucji kredytujących w coraz szerszym zakresie chcą organizować emisję papierów wartościowych oraz zarządzać nimi na rynkach finansowych.

Celem artykułu jest określenie roli instrumentów dłużnych w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw, wykazanie obiektywnych przesłanek występowania „efektu wypychania” kredytów, kwantyfikacja empiryczna jego skali, oraz przedstawienie jego skutków dla akcji kredytowej banków i ich polityki produktowej dla przedsiębiorstw.

### **2. ROLA KREDYTÓW W FINANSOWANIU PRZEDSIĘBIORSTW**

Sektor przedsiębiorstw jest ważnym obszarem polityki kredytowej banków. Kredyty te są w dalszym ciągu podstawową formą instrumentów dłużnych w systemie finansowego zasilania przedsiębiorstw<sup>1</sup>. Można wskazać trzy główne

---

\* Dr, Zakład Finansów i Rachunkowości Banków, Instytut Finansów, Bankowości i Ubezpieczeń, Uniwersytet Łódzki.

<sup>1</sup> *Instrumenty dłużne w gospodarce*, red. D. Czechowska, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 232.

przesłanki, determinujące konieczność korzystania przez przedsiębiorstwa z kredytów:

- dostęp do kapitału;
- proefektywne oddziaływanie kapitału obcego;
- zbilansowanie bieżących przepływów pieniężnych (regulowanie płynności finansowej).

Dostęp do kapitału ma fundamentalne znaczenie zarówno w procesie powstawania przedsiębiorstw (pierwotna akumulacja), jak i na etapie budowania pozycji konkurencyjnej. We współczesnych systemach gospodarczych kapitałotwórcza funkcja kredytów dotyczy przede wszystkim sektora małych i średnich przedsiębiorstw, dla których możliwości podejmowania działalności biznesowej są bardzo często zdeterminowane dostępem do kapitałów. Stąd rozwój pożyczkowych źródeł funkcjonowania stał się ważnym elementem tworzenia tzw. mikrofinansów<sup>2</sup>.

Budowanie pozycji konkurencyjnej funkcjonujących już przedsiębiorstw wymaga często wsparcia kredytowego w celu sfinansowania ekspansji inwestycyjnej w rozmiarach przekraczających ich możliwości akumulacyjne czy też występujących ograniczeń zewnętrznego powiększania kapitałów własnych<sup>3</sup>.

Proefektywne oddziaływanie kredytów wiąże się z szerszą strategią zarządzania finansami przedsiębiorstw i wykorzystywania kapitałów obcych w podnoszeniu (tzw. „lewarowaniu”) efektywności zaangażowanych kapitałów własnych. W teorii finansów określa się to mianem dźwigni finansowej. „Efekt dźwigni finansowej (ang. *Degree of Financial Leverage*, DFL) to wzrost rentowności kapitałów własnych ponad rentowności kapitału ogółem dzięki zaangażowaniu kapitału obcego”<sup>4</sup>. Osiągnięcie efektu dźwigni finansowej wymaga spełnienia warunku, aby rentowność zainwestowanego kapitału (ROI) była wyższa od kosztu jego pozyskania (stopy procentowej). Analizując efektywnościowe aspekty instrumentów dłużnych, podkreśla się także, że kapitały obce są z reguły tańsze od kapitałów własnych z uwagi na fakt, że wierzyciel ponosi niższe ryzyko niż właściciel (niższa jest premia za ryzyko, uwzględniana w cenie kapitału). W przypadku zobowiązań występuje efekt tarczy podatkowej (koszty obsługi długu pomniejszają podstawę opodatkowania)<sup>5</sup>, więc wykorzystywanie dźwigni finansowej w strategicznym zarządzaniu finansami przedsiębiorstw wiąże

---

<sup>2</sup> Por. B. Mi k o ł a j c z y k, *Mikrofinanse a instytucje bankowe i pozabankowe*, [w:] *Rynki finansowe. Mikrofinanse*, red. E. Ostrowska, J. Ossowski, Sopot 2004.

<sup>3</sup> O roli emisji akcji w zarządzaniu kapitałem przedsiębiorstw zob. S. A n t k i e w i c z, *Akcje i obligacje w finansowaniu przedsiębiorstw*, Biblioteka Menadżera i Bankowca, Warszawa 2002, s. 154 i nast.

<sup>4</sup> *Podstawy finansów*, red. K. Marecki, PWE, Warszawa 2008, s. 286.

<sup>5</sup> A. B o g u s, M. M a r c i n k o w s k a, *Instrumenty dłużne jako dźwignia finansowa rozwoju gmin*, [w:] *W poszukiwaniu efektywności finansów publicznych*, red. S. Wieteska, M. Wypych, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009, s. 233.

się z optymalizacją struktury ich kapitału. Polityka wzrostu długoterminowego zadłużenia w tzw. kapitale stałym jest trwałym elementem budowania pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa. Kredyty stają się w tej strategii stymulatorem zwiększania stopy zwrotu na kapitale własnym<sup>6</sup>.

Regulowanie płynności finansowej jest kolejną przesłanką trwałej symbiozy przedsiębiorstw z aktywnością kredytową banków. Utrzymanie bieżącej płynności finansowej (obok długookresowych celów strategicznych) staje się ważnym elementem oceny wiarygodności i konkurencyjności przedsiębiorstw. Zarządzanie płynnością obejmuje szeroki zakres decyzji dotyczących poziomu kapitału obrotowego, optymalizacji zapasów, kształtowania należności oraz optymalizacji sald transakcyjnych (zarządzanie gotówką)<sup>7</sup>. Podstawowym jednak narzędziem osiągnięcia bieżącej równowagi przepływów pieniężnych są krótkoterminowe kredyty bankowe. Najczęściej wykorzystywany jest krótkoterminowy, odnawialny kredyt w rachunku bieżącym z określonym limitem zadłużenia (tzw. linia debetowa).

### 3. SKŁONNOŚĆ DO KORZYSTANIA Z KREDYTÓW

Mimo obiektywnych uwarunkowań korzystania z kredytów, popyt na te instrumenty dłużne nie jest stały. Obok przyczyn subiektywnych (np. konserwatyzm czy agresywność kierownictwa) można wskazać cztery czynniki determinujące skłonność przedsiębiorstw do zaciągania kredytów, czyli (1) stopień konkurencyjności otoczenia przedsiębiorstwa; (2) cykl koniunkturalny; (3) koszt kredytu oraz (4) atrakcyjność substytucyjnych, pozabankowych instrumentów dłużnych.

Konkurencyjność kształtuje popyt na kredyty inwestycyjne i obrotowe. Wysoki poziom konkurencji zmusza przedsiębiorstwa do aktywnej polityki inwestycyjnej, pozwalającej zwiększyć innowacje produktowe i technologiczne oraz zmniejszyć koszty wytworzenia. Wysoka konkurencyjności wymusza także stosowanie coraz bardziej aktywnych form sprzedaży, w tym wydłużania terminów płatności. Skutkiem takiego działania jest wzrost należności w aktywach i zwiększenie zapotrzebowania na kredyty zapewniające zachowanie płynności finansowej. Im bardziej sektory gospodarki będą konkurencyjne, tym wyższa będzie skłonność do korzystania z kredytów działających w nich przedsiębiorstw.

---

<sup>6</sup> Zob. J. G a j d k a, *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 295–311.

<sup>7</sup> Zob. M. S i e r p i ń s k a, D. W ę d z k i, *Zarządzanie płynnością finansowa w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1997; W. D ę b s k i, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2005, s. 235 i nast.

Cykle koniunkturalne są naturalną cechą gospodarki rynkowej<sup>8</sup>. W fazie ożywienia występuje wzrost globalnego popytu, zwiększenie sprzedaży, poprawa dochodowości, mnożnikowy wzrost popytu inwestycyjnego oraz poszukiwanie zewnętrznych źródeł jego finansowania, w tym przede wszystkim instrumentów dłużnych. Na gruncie ogólnej teorii rynku kredytowego można sformułować tezę, że w tej fazie cyklu (ożywienia) w sposób naturalny rośnie popyt przedsiębiorstw na kredyty, przy czym dynamika wzrostu jest określona elastycznością dochodową popytu.

Ta prawidłowość nie znajduje pełnej egzemplifikacji w gospodarkach o niestabilizowanych mechanizmach rynkowych. W odniesieniu do przedsiębiorstw w gospodarce polskiej pojawiło się zjawisko „asymetryczności absorpcji kredytowej”, wyrażające się brakiem bezpośredniej zależności między wzrostem koniunktury gospodarczej a zwiększeniem popytu na kredyty<sup>9</sup>.

Koszt kredytu jest wyznaczony przede wszystkim przez poziom stóp procentowych oraz opłaty i prowizje bankowe. Wrażliwość na zmianę stóp procentowych dotyczy szczególnie kredytów inwestycyjnych. Wysokość stóp procentowych stanowi konsekwencję stopnia restrykcyjności polityki monetarnej banku centralnego, stopień restrykcyjności jest z kolei narzędziem realizacji ogólnej strategii polityki monetarnej. Jej komplementarnymi celami są „zakotwiczenie” inflacji na niezbędnym poziomie oraz zapewnienie dostępu do kredytów stymulujących wzrost gospodarczy.

Tak sformułowany dualizm celów może budzić wątpliwości w kontekście ich kompatybilności. Podkreśla się, że nie ma między nimi długookresowej sprzeczności. „Współczesne banki centralne przez stabilność cen rozumieją inflację na tyle niską, aby nie wywierała ona negatywnego wpływu na decyzje podejmowane przez uczestników życia gospodarczego, w tym dotyczące inwestycji i oszczędzania. Zapewnienie tak rozumianej stabilności cen jest podstawowym sposobem [...] osiągnięcia wysokiego i trwałego wzrostu gospodarczego”<sup>10</sup>.

Jedność celów dotyczy długiego okresu, jednak w okresie krótkim wybór poziomu restrykcyjności polityki pieniężnej jest czynnikiem kształtującym popyt na kredyt. Atrakcyjność substytucyjnych instrumentów dłużnych jest kolejnym czynnikiem wpływającym na skłonność przedsiębiorstw do korzystania z kredytów. Rozwój rynków tych instrumentów stwarza przedsiębiorstwom nowe możliwości pozyskiwania kapitałów obcych poza bankami. Odnosi się to zwłaszcza do dużych przedsiębiorstw, korporacji, a szczególnie spółek giełdowych.

---

<sup>8</sup> Teoretyczne koncepcje cykli koniunkturalnych zob. *Elementarne zagadnienia ekonomii*, red. R. Milewski, PWN, Warszawa 2002, s. 377–384.

<sup>9</sup> Por. A. B o g u s, *Kredyty dla przedsiębiorstw a koniunktura gospodarcza*, „Acta Universitatis Lodzianensis, Folia Oeconomica” 2007, nr 202, s. 65–68.

<sup>10</sup> *Założenia polityki pieniężnej na rok 2011*, NBP, Warszawa 2010, s. 4.

Wykorzystują one w szerokim zakresie tzw. „inżynierię finansową” w tworzeniu montażu finansowego, dyskontującego korzyści z wykorzystania kapitałów pożyczkowych bezpośrednio z rynków finansowych.

#### 4. PRZYCZYNY EFEKTU WYPYCHANIA KREDYTÓW

Pojęcie efektu wypychania (ang. *crowding-out effect*) w teorii ekonomii jest ważnym elementem koncepcji monetarystycznej, określającej ograniczoną rolę wydatków budżetu państwa w stymulowaniu globalnego popytu inwestycyjnego. Analizując zjawisko efektu wypychania, sformułowanego na gruncie tej teorii, podkreśla się, że „[...] wydatki państwa wywierają negatywny wpływ na wielkość wydatków sektora prywatnego. [...] Wypierają obligacje i inne walory emitowane przez przedsiębiorstwa prywatne i zastępują je w portfelach aktywów poszczególnych jednostek gospodarczych. Powoduje to [...] trudności w mobilizowaniu środków na cele inwestycyjne w sektorze prywatnym i negatywnie odbija się na wielkości produkcji”<sup>11</sup>.

Metodologicznie tak określaną istotę efektu wypychania można przenieść do opisu zjawiska ograniczania kredytów w portfelu instrumentów dłużnych przedsiębiorstw i zastępowania ich dłużnymi papierami wartościowymi. O ile w odniesieniu do aktywnej polityki budżetowej, polegającej na kreowaniu dodatkowego popytu inwestycyjnego, ocena efektu wypychania jest negatywna, o tyle w zjawisku zastępowania kredytów innymi instrumentami dłużnymi dostrzec należy proefektywne skutki.

Proefektywne aspekty efektu wypychania kredytów wynikają z transformacji portfela instrumentów dłużnych. Przyczynami coraz większego znaczenia papierów dłużnych, emitowanych przez przedsiębiorstwa są:

- dywersyfikacja zadłużenia;
- niższy koszt pozyskania kapitału;
- wzrost restrykcyjności alokacji kredytów przez banki;
- większa elastyczność dysponowania pozyskanymi kapitałami;
- konsolidacja przedsiębiorstw i wzrost profesjonalizmu kadry kierowniczej.

Rynek dłużnych papierów wartościowych może stanowić atrakcyjną alternatywę finansowania kapitałem obcym w stosunku do kredytów, gdyż wiele firm je preferuje, dążąc do dywersyfikacji źródeł finansowania i uzyskania bardziej zrównoważonej struktury zadłużenia. Proefektywnościową przesłanką transformacji portfela zadłużenia jest też niższy koszt pozyskania kapitału obcego bezpośrednio z rynku finansowego, z pominięciem pośrednictwa banku.

Ważnym czynnikiem stymulującym efekt wypychania jest zaostrzenie restrykcyjności polityki kredytowej banków. Wynika to w dużym stopniu z konsekwencji

---

<sup>11</sup> M. B e l k a, *Doktryna ekonomiczno-społeczna Milтона Friedmana*, PWN, Warszawa 1986, s. 293.



globalnego kryzysu finansowego i zagrożenia płynności finansowej banków. Wzrost niepewności związanej z terminową obsługą zadłużenia pogłębił awersję banków do ryzyka kredytowania przedsiębiorstw. Wzrost marży związanej z ryzykiem jest uzależniony od profilu kredytobiorcy, ale marża dla firm o wysokim ratingu przeżyła o ponad 150 punktów bazowych stawkę WIBOR, podczas gdy jeszcze w roku 2007 wahała się w granicach 30–50 punktów<sup>12</sup>.

Poza wzrostem stóp procentowych ważnym elementem zwiększania restrykcyjności polityki kredytowej staje się również zaostrzenie kryteriów określania zdolności kredytowej oraz wymogów zabezpieczeń. Banki zmniejszyły także limity kredytowe dla jednego klienta korporacyjnego, co powoduje konieczność zwiększania liczby banków udzielających tzw. kredytów syndykowanych (konsorcjalnych).

Kolejną przyczyną nasilania się efektu wypychania jest znaczne zwiększenie elastyczności wykorzystywania pozyskanych kapitałów obcych w drodze emisji papierów wartościowych. Określony w umowie kredytowej cel przeznaczenia kredytów ogranicza swobodę ich użycie w gospodarce finansowej przedsiębiorstw. Naruszenie określonego w umowie kredytowej warunku może być powodem postawienia kredytu w stan natychmiastowej wymagalności. Fundusze pożyczkowe uzyskane w drodze emisji papierów wartościowych nie podlegają takiemu rygorowi i stąd mogą być bardziej efektywnie wykorzystywane, szczególnie w warunkach wysoce nieprzewidywalnych sytuacji rynkowych.

Ważnym czynnikiem sprzyjającym transformacji portfela instrumentów dłużnych są nasilające się procesy koncentracji i konsolidacji przedsiębiorstw. Wzrost potencjału ekonomicznego tych podmiotów czyni je bardziej zorientowanymi na różnorodne źródła finansowe. Procesom tym towarzyszą równoległe zmiany jakości zarządzania, w tym podnoszenie poziomu profesjonalizmu zarządzania finansami. Globalizacja i internacjonalizacja gospodarki wpływa również na upowszechnienie innowacyjnych metod pozyskania kapitału, wśród których dłużne papiery wartościowe są niezbywalnym elementem strategicznego zarządzania kapitałem spółek.

## **5. MALEJĄCY UDZIAŁ KREDYTÓW DLA PRZEDSIĘBIORSTW W NALEŻNOŚCIACH BANKÓW**

Przedstawiony wyżej mechanizm wypychania kredytów z portfela instrumentów dłużnych najwyraźniej można zilustrować postępującym spadkiem kredytów w ogólnym portfelu kredytowym sektora bankowego. Statystyczną ilustracją tego efektu jest tabela 1.

---

<sup>12</sup> Zob. *Perspektywy przedsiębiorstw w 2009 roku – trudności z pozyskaniem finansowania*, Fitch Polska.

Tabela 1

Udział kredytów dla przedsiębiorstw w należnościach banków w latach 2004–2010

Lata	Należności ogółem (w mld PLN)	Należności od przedsiębiorstw (w mld PLN)	Udział kredytów w należnościach (w %)
2004	259,1	121,8	46,9
2005	293,6	124,7	42,4
2006	360,9	141,6	39,2
2007	467,5	175,3	37,5
2008	637,3	220,7	34,9
2009	691,7	218,4	31,6
2010	768,7	219,1	28,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie „Biuletynu Informacyjnego NBP” 2010, nr 8, s. 81–83 oraz „Informacji wstępnej NBP” 2010, nr 12.

Analizując dynamikę kredytów dla przedsiębiorstw, należy odnotować bardzo wysokie tempo wzrostu należności w aktywach sektora bankowego. W roku 2005 stanowiły one około 53%, a w 2009 r. już ponad 77%<sup>13</sup>. Wysoką dynamikę potwierdzają także wskaźniki określające relację kredytów do produktu krajowego brutto (absorpcji kredytów w gospodarce). W roku 2005 wskaźniki te były na poziomie 30%, by już w 2009 przekroczyć pułap 50%<sup>14</sup>. Należy jednak podkreślić, że ten poziom nasycenia gospodarki kredytami jest jeszcze znacznie niższy niż w rozwiniętych krajach UE, gdzie wartości kredytów zasilających gospodarkę zbliża się do poziomu ich produktu krajowego brutto.

Potwierdzenie postępującego spadku udziału kredytów dla przedsiębiorstw w całkowitej należności (tabela 1) nie jest jeszcze dostatecznym argumentem na rzecz efektu wypychania. Spadek udziału tych kredytów należy jeszcze odnieść do dynamiki korzystania przez przedsiębiorstwa z instrumentów dłużnych w ogóle. W świetle przeprowadzonych dotychczas badań w latach 1995–1999 sformułowano wnioski o coraz większym wykorzystywaniu zadłużenia, którego dynamika była znacznie wyższa niż wzrost kapitałów własnych<sup>15</sup>. Konkluzje te są aktualne również dla lat 2005–2009, o czym świadczą dane zawarte w tabelach 2 i 3, które jednoznacznie potwierdzają trwałą tendencję do utrzymywania, a nawet powiększania kapitałów obcych w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw.

<sup>13</sup> *Rocznik statystyczny GUS*, Warszawa 2010, s. 657.

<sup>14</sup> *Ibidem*, s. 743.

<sup>15</sup> Zob. S. Antkiewicz, *op. cit.*, s. 137.

Tabela 2

Udział zobowiązań długoterminowych w kapitale stałym przedsiębiorstw  
w latach 2005–2009

Lata	Zobowiązania długoterminowe (w mld PLN)	Kapitały własne (w mld PLN)	Kapitał stały (w mld PLN)	Udział zobowiązań długoterminowych w kapitale stałym (w%)
2005	163,5	674,8	838,3	19,5
2006	178,3	744,4	922,7	23,9
2007	198,7	918,9	1117,6	21,6
2008	229,7	959,2	1188,9	19,3
2009	258,3	1025,9	1284,2	25,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Rocznika statystycznego GUS*, Warszawa 2010, s. 638, 644.

Przy takiej strukturze kapitałów zmniejszanie udziału kredytów w portfelu należności sektora bankowego jednoznacznie potwierdza występowanie efektu wypychania i zastępowania kredytów innymi instrumentami dłużnymi.

Tabela 3

Relacja zobowiązań pożyczkowych do kapitałów własnych przedsiębiorstw  
w latach 2005–2009

Lata	Zobowiązania pożyczkowe ogółem (w mld PLN)	Kapitały własne (w mld PLN)	Relacja zobowiązań do kapitałów własnych (w mld PLN)
2005	253,0	674,8	37,5
2006	279,5	744,4	37,5
2007	323,7	918,9	35,2
2008	380,9	959,2	39,7
2009	393,6	1025,9	38,4

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Rocznika statystycznego GUS*, Warszawa 2010, s. 638, 644.

Malejący udział kredytów dla przedsiębiorstw banki rekompensują wysokim wzrostem kredytów dla gospodarstw domowych. Kredyty te w roku 2004 stanowiły ponad 43% wszystkich należności, natomiast w 2010 osiągnęły poziom



ponad 61%<sup>16</sup>. Kredyty dla pozostałych sektorów charakteryzują się względną stabilnością i mimo postępującego zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego ich udział w należnościach sektora bankowego nie ulega zasadniczej zmianie (większą dynamiką charakteryzuje się zadłużenie z tytułu emisji obligacji komunalnych)<sup>17</sup>.

## 6. POZABANKOWY RYNEK INSTRUMENTÓW DŁUŻNYCH PRZEDSIĘBIORSTW

Jak wspomniano, alternatywą dla kredytów w poszukiwaniu kapitałów obcych są emitowane przez przedsiębiorstwa dłużne papiery wartościowe. One stają się głównym narzędziem wypychania kredytów z portfela instrumentów dłużnych. Przełomowy był rok 1996, kiedy przedsiębiorstwa rozpoczęły emisje krótkoterminowych papierów dłużnych (KPD), a po roku 2000 – obligacji<sup>18</sup>.

Krótkoterminowe papiery dłużne (*commercial papers*) są źródłem finansowania bieżącej działalności przez rynek pieniężny. Pozwalają one zwiększyć kapitał obrotowy, ale dzięki procesowi „rolowania” (wykup w terminie zapadalności nowej emisji) mogą być wykorzystywane również dla finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych<sup>19</sup>.

Emisja obligacji jest długoterminowym długiem pozabankowym. Jak już wspomniano, ich atrakcyjność wiąże się przede wszystkim z niższymi kosztami pozyskania kapitału oraz brakiem nadzorczych działań banków, dotyczących celowości jego przeznaczenia<sup>20</sup>. Stąd w krajach o wysokim poziomie rozwoju rynków finansowych i wysublimowanych metodach zarządzania finansami przedsiębiorstw rynek tych instrumentów dłużnych stał się znaczącą alternatywą dla kredytów bankowych.

Również w Polsce zarysowała się wyraźna tendencja wzrostu rynku papierów dłużnych emitowanych, zarówno przez przedsiębiorstwa, jak i przez inne podmioty rynkowe, o czym świadczą dane prezentowane w tabeli 4. Przedstawione w niej informacje potwierdzają wysoką dynamikę całego rynku pozaskarbowych instrumentów dłużnych.

Mimo szczególnie wysokiego tempa wzrostu obligacji bankowych, w dalszym ciągu decydujące znaczenie mają papiery dłużne emitowane przez przedsiębiorstwa. W 2007 r. ich udział w całym rynku wynosił 65%, a w 2010 r. ponad

<sup>16</sup> „Biuletyn Informacyjny”, s. 82.

<sup>17</sup> A. Bogus, M. Marcinkowska, *op. cit.*, s. 246.

<sup>18</sup> Z. Dobosiewicz, *Kredyty i gwarancje bankowe*, PWE, Warszawa 2007 s. 85.

<sup>19</sup> Por. W. Dębski, *op. cit.*, s. 291.

<sup>20</sup> *Ibidem*, s. 337.

44,5%. Tak wysoki udział krótko- i długoterminowych korporacyjnych papierów dłużnych świadczy o alternatywnym ich charakterze w stosunku do kredytów bankowych. Podkreślić jednak należy, że rozmiary efektu wypychania są w Polsce w dalszym ciągu ograniczone, choć procesy transformacji portfela instrumentów dłużnych przedsiębiorstw będą przebiegały stopniowo, w sposób ewolucyjny.

Tabela 4

Papiery dłużne przedsiębiorstw na rynku pozaskarbowych instrumentów wierzycielskich w latach 2007–2010 (w mld PLN)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010
Wartość rynku ogółem	42,6	44,7	48,0	58,8
Krótkoterminowe papiery dłużne	13,8	13,0	10,0	11,4
Obligacje przedsiębiorstw	13,9	14,9	12,2	14,8
Obligacje banków	10,8	12,4	19,0	24,7
Obligacje komunalne	4,1	4,5	6,9	8,0

Źródło: Fitch Polska, *Podsumowanie roku 2008 i II kwartału 2010 rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*, [www.fitchpolska.com.pl](http://www.fitchpolska.com.pl).

Tabela 5

Inwestorzy na rynku instrumentów dłużnych przedsiębiorstw (30.05.2010)

Instytucje	Udział w rynku (w%)
Przedsiębiorstwa	36,3
Banki	20,6
Fundusze inwestycyjne	11,2
Fundusze emerytalne	8,8
Firmy ubezpieczeniowe	4,4
Inwestorzy zagraniczni	6,9
Inne instytucje	3,8
Ogółem	100,0

Źródło: Fitch Polska, *Podsumowanie roku 2008 i II kwartału 2010 rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*, [www.fitchpolska.com.pl](http://www.fitchpolska.com.pl), s. 5.

Transformacja tego portfela jest dużym wyzwaniem dla banków, które przekształcają się często z instytucji kredytujących w agentów emisji oraz inwestorów. Do końca 2010 r. emisję KPD organizowało 19 podmiotów – 5 największych posiadało łącznie ponad 90% udziału w rynku. Najważniejszymi bankami-agentami były: BRE Bank, Bank Handlowy, ING Bank Śląski, PeKaO SA oraz PKO BP<sup>21</sup>. Podobna jest aktywność tych banków na rynku obligacji przedsiębiorstw, gdzie dominującą pozycję mają PeKaO SA (około 55% udziału) oraz BRE Bank (25,5%).

Banki są organizatorami emisji i znaczącymi inwestorami na rynku tych instrumentów dłużnych (tabela 5).

Należy zwrócić uwagę na wysoki udział przedsiębiorstw inwestujących w instrumenty dłużne innych spółek. Inwestycje te stanowią element wewnątrzsektorowej redystrybucji nadwyżek kapitałowych, a mechanizm redystrybucji kapitałów może stanowić ważny wyznacznik dalszego rozwoju rynku instrumentów dłużnych. Równie istotnym czynnikiem stymulującym rozwój tego rynku jest zwiększenie jego płynności poprzez wyodrębnienie odrębnego parkietu obrotu nimi na Giełdzie Papierów Wartościowych oraz plasowanie ich na rynkach zagranicznych w postaci euroobligacji (np. kapitałowych grup energetycznych, mających znaczące programy inwestycyjne).

## 7. PODSUMOWANIE

Reasumując można stwierdzić, że wykorzystywanie kapitałów obcych jest trwałym elementem strategii finansowej przedsiębiorstw. W sektorze bankowym zarysowała się wyraźna tendencja zmniejszania udziału kredytów dla przedsiębiorstw w ogólnym portfelu należności. Efektowi wypychania kredytów towarzyszy wzrost aktywności przedsiębiorstw na rynku dłużnych papierów wartościowych. Skala tego efektu nie jest jeszcze porównywalna z dynamiką rozwoju rynku instrumentów dłużnych w krajach o wysokim poziomie rozwoju rynków finansowych, przeprowadzone analizy pozwalają jednak sformułować tezę o efektywnym oddziaływaniu wypychania kredytów w gospodarce finansowej przedsiębiorstw. Dyskusyjna jest rola analogicznego efektu związanego ze zwiększeniem wydatków inwestycyjnych w sektorze finansów publicznych i wypychania inwestycji prywatnych. Zmniejszenie udziału kredytów w portfelach należności banków stwarza dla nich duże wyzwanie w zakresie obsługi klientów korporacyjnych. Transformacja ta powoduje wzrost roli banków – subemitentów papierów dłużnych oraz inwestorów na tym rynku.

---

<sup>21</sup> *Perspektywy przedsiębiorstw...*, s. 2.

**LITERATURA**

- Antkiewicz J. S., *Akcje i obligacje w finansowaniu przedsiębiorstw*, Biblioteka Menadżera i Bankowca, Warszawa 2002.
- Belka M., *Doktryna ekonomiczno-społeczna Milтона Friedmana*, PWN, Warszawa 1986.
- Bogus A., *Kredyty dla przedsiębiorstw a koniunktura gospodarcza*, „Acta Universitatis Lodzensis, Folia Oeconomica” 2007, nr 202.
- Bogus A., Marcinkowska M., *Instrument dłużne jako dźwignia finansowa rozwoju gmin*, [w:] *W poszukiwaniu efektywności finansów publicznych*, red. S. Wieteska, M. Wypych, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009.
- Dębski W., *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2005.
- Elementarne zagadnienia ekonomii*, red. R. Milewski, PWN, Warszawa 2002.
- Gajdka J., *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Instrumenty dłużne w gospodarce*, red. D. Czechowska, CeDeWu, Warszawa 2009.
- Mikołajczyk B., *Mikrofinanse a instytucje bankowe i pozabankowe*, [w:] *Rynki finansowe. Mikrofinanse*, red. E. Ostrowska, J. Ossowski, Sopot 2004.
- Podstawy finansów*, red. K. Marecki, PWE, Warszawa 2008.
- Rocznik statystyczny GUS*, Warszawa 2010.
- Rynki finansowe. Mikrofinanse*, red. W. Ossowski, Sopot 2004.
- Sierpińska M., Wędzki D., *Zarządzanie płynnością finansowa w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1997.
- Założenia polityki pieniężnej na rok 2011*, NBP, Warszawa 2010.

*Andrzej Bogus*

**“CROWDING-OUT EFFECT” IN CASE OF CREDITS IN THE ENTERPRISES’  
PORTFOLIO OF DEBT INSTRUMENTS**

(Summary)

The article focuses on the phenomenon of the transformation of the sources of accessing borrowed capital in case of enterprises. In case of big enterprises, one can observe tendencies of restricting the demand for bank credit, while the role of securities in the portfolio of debt instruments is increasing. It can be defined as “crowding-out effect” in case of credits. This effect is of significant importance for banks’ credit policy, because of the increasing role played by retail sector clients (households, small and medium enterprises). This effect is a real challenge for banking activity in the field of corporate client handling. Especially, it regards enhancing the banks’ activity in investment banking products. Presenting the main reasons for “crowding-out effect” in credit market and its consequences for the banking sector and debt markets constitutes the main subject of the theoretical and empirical analysis.