

Kluza K. (2003) „Dźwignia finansowa przedsiębiorstw a rozwój gospodarczy” w "Wzrost gospodarczy i rozwój społeczny jako paradygmaty współczesności" red. Joachim Osiński, Kolegium Ekonomiczno-Społeczne, SGH, Warszawa, s. 497-518.

Dźwignia finansowa przedsiębiorstw a rozwój gospodarczy

1. Wprowadzenie

W ekonomii trwa debata, jakie czynniki umożliwiają gospodarce wejście na ścieżkę długofalowego wzrostu. Za jeden z tych czynników uznawany jest wpływ wywierany na gospodarkę przez sektor finansowy. Pierwotnie formułowane były trzy alternatywne poglądy: a) sektor finansowy stymuluje rozwój gospodarczy, b) jest elementem wtórnym powstającym na skutek rozwoju gospodarczego, tudzież c) jest neutralnym elementem, którego wzrost towarzyszy rozwojowi gospodarczemu nie pobudzając go jednak (zob. np. Levine, 1997 w celu przeglądu badań poświęconych tym zagadnieniom). Prowadzone w ostatnich latach badania wykazują, że analiza zachowania sektora finansowego tudzież sektora bankowego faktycznie pomaga wyjaśniać zmiany w poziomie rozwoju gospodarczego krajów. Generalnie pośrednicy finansowi poprzez zmniejszanie kosztów transakcyjnych i niwelowanie asymetrii informacji zwiększają efektywność alokacji kapitału, tym samym wywierając pozytywny wpływ na długofalowy wzrost gospodarczy. Z drugiej strony, rozwinęty sektor finansowy w określonych okolicznościach może przyczyniać się do spowolnienia wzrostu gospodarczego (przegląd literatury na powyższe tematy jest zawarty w np. Beck i Levine, 2002; Bisignano, 2001).

Równocześnie toczy się debata, czy istotną rolę w procesie rozwoju gospodarczego odgrywa również struktura sektora finansowego. Ścierają się poglądy na temat wyższości bądź systemu opartego na pośrednikach finansowych (system kontynentalny) bądź opartego na rynkach kapitałowych (system anglosaski). Oba podejścia mają swych zwolenników, wskazujących z jednej strony na większą dostępność finansowania w jednym systemie tudzież lepszą kontrolę ryzyka i większą zachętę do innowacyjności w drugim. Mimo wyraźnych różnic pomiędzy oboma systemami popularny staje się również pogląd, że nie tyle ważny jest sam typ systemu finansowego co jego jakość. Zarówno system kontynentalny czy anglosaski mogą skutecznie przyczyniać się do wzrostu gospodarczego pod warunkiem, że sprawnie i relatywnie tanio spełniają swoje funkcje alokacji kapitału (zob. np. Dolar i Meh, 2002 w celu przeglądu badań poświęconych tym zagadnieniom).

W niniejszym tekście przedstawiona została analiza od strony mikroekonomicznej powiązań pomiędzy typem i wielkością sektora finansowego a rozwojem gospodarczym. W badaniu

wykorzystany został wskaźnik dźwigni finansowej, umożliwiający pomiar skali zadłużenia zewnętrznego przedsiębiorstw, a przy tym także określenie występującego typu systemu finansowego. Przeanalizowane zostało ok. 32 tys. obserwacji dla firm za lata 1990-2000.

Intuicyjnie, jeśli system finansowy jest neutralnym czynnikiem z punktu widzenia wzrostu gospodarczego, to poziom dźwigni finansowej w przedsiębiorstwach powinien utrzymywać się, w poszczególnych krajach, na relatywnie stałym poziomie oraz nie powinno występować jego zróżnicowanie względem zamożności państw, bądź zróżnicowanie wskaźnika nie odzwierciedlałoby żadnych widocznych prawidłowości. Natomiast wzrost dźwigni finansowej wraz ze wzrostem poziomu rozwoju gospodarczego świadczyłby, że rozwój gospodarczy wiąże się z występowaniem ponadproporcjonalnie wyższego zapotrzebowania firm na usługi sektora finansowego czy wręcz, że nie można osiągnąć określonego wyższego poziomu rozwoju bez wsparcia ze strony sektora finansowego polegającego na silniejszej skali finansowania firm. Poniższa analiza stara się dostarczyć odpowiedzi na te zagadnienia.

2. Metoda pomiaru

W niniejszym badaniu dźwignia finansowa została zdefiniowana jako:

$$\text{dźwignia finansowa (leverage)} = \frac{\text{zobowiązania}}{\text{fundusze własne}} \cdot 1$$

Poziom tego wskaźnika jest silnie uzależniony od rodzaju branży. Najwyższy, oprócz sektora finansowego, jest on w handlu. Natomiast niskie poziomy dźwigni finansowej występują np. w przemyśle ciężkim czy wydobywczym.

W celu uniknięcia zdeformowania wskaźników ze względu na strukturę branżową badanej grupy firm w poszczególnych krajach, analiza została przeprowadzona wyłącznie dla branży „przemysł” (oczyszczonej dodatkowo z działalności górniczej, wydobywczej i pochodnych). Branża ta została wyodrębniona do analizy ponieważ z jednej strony dostępna jest dla niej największa liczba obserwacji, z drugiej strony charakteryzuje się stosunkowo jednorodnym poziomem finansowania. Wysokie poziomy finansowania (np. dźwignia finansowa > 5) można tu bez większej pomyłki zinterpretować jako trudności finansowe danej firmy. W przypadku np. firm handlowych takich wniosków nie można by już jednoznacznie sformułować.

¹ Często do pomiaru dźwigni finansowej używany jest także wskaźnik (*suma bilansowa/kapitały*). Jest on tożsamy ze wskaźnikiem stosowanym w tym tekście powiększonym o wartość 1.

Do analizy wykorzystane zostały dane z Thompson Financial za lata 1990-2000. Analizą objęte zostały 33 kraje. Z analizy zostały wyeliminowane wszystkie obserwacje nietypowe, gdzie wskaźnik dźwigni finansowej był ujemny (ze względu na ujemne fundusze własne) lub kiedy jego wartość przekraczała wartość 10,0.² Stanowiły one niecałe 2% próby. Ostatecznie analizowana próba zawierała 31 905 obserwacji.

3. Źródła popytu przedsiębiorstw na finansowanie zewnętrzne

W większości przedsięwzięć gospodarczych właściciele przedsiębiorstw korzystają z różnorodnych form finansowania zewnętrznego. Zapotrzebowanie na zewnętrzne finansowanie faktycznie jest nierozłącznie związane z funkcjonowaniem firm, stanowiąc instrumentarium umożliwiając im osiągnięcie pożądanej skali działalności, dywersyfikację ryzyka czy poprawę ich bieżącej rentowności.³ Część form finansowania zewnętrznego związana jest z powstawaniem zobowiązań handlowych, podatkowych, emerytalnych etc. Sektor finansowy nie jest pierwotnie ich stroną - często jednak przedsiębiorcy korzystają z jego usług w celu sprawniejszego zarządzania tymi pozycjami. Dużą część zobowiązań stanowi również dług zewnętrzny. Składają się na niego m.in. kredyty bankowe, krótkoterminowe papiery dłużne, obligacje, leasing etc. Instrumenty te, obok środków własnych, stanowią podstawowe i z założenia stabilne źródło finansowania działalności przedsiębiorstwa.⁴ Ta część zobowiązań nierozłącznie wiąże się z sektorem finansowym, który jest organizatorem długu oraz, w większości przypadków, bezpośrednim dawcą finansowania.⁵

Można postawić pytanie, dlaczego przedsiębiorstwa są zainteresowane korzystaniem z długu zewnętrznego. W przypadku pojawienia się trudności w firmie, jego spłaty stanowią przecież swoistą pętlę zaciskającą się na szyi przedsiębiorstwa.⁶ Okazuje się, że w wielu przypadkach zapotrzebowanie

² Usunięcie obserwacji nietypowych wynikało z tego, że mogły silnie zakłócać wyniki analizy. Zdarzały się spółki o bardzo niewielkich funduszach własnych (dodatnich bądź ujemnych) w relacji do sumy bilansowej co powodowało, że wskaźnik dźwigni finansowej wynosił np. minus czy plus 500. Tego typu nietypowe obserwacje, choć nieliczne zakłócały wartości średnie czy odchylenia standardowe.

³ Pomijam skrajne również możliwe przypadki czyli gdy np. przedsiębiorstwo „uprze” się nie korzystać z żadnych form finansowania zewnętrznego (co pociąga za sobą m.in. dokonywanie natychmiastowych płatności za wszystkie zobowiązania wobec dostawców), bądź kiedy instytucje finansowe celowo doprowadzają do zbyt wysokiego poziomu zadłużenia przedsiębiorstwa (np. w celu doprowadzenia do upadku firmy - działając na zlecenie strony trzeciej itp).

⁴ W przypadku instrumentów krótkoterminowych zazwyczaj są one odnawiane na kolejny termin.

⁵ W przypadku dłużnych papierów wartościowych rola sektora finansowego związana jest przede wszystkim z organizowaniem emisji, nie jest on natomiast wyłącznym dawcą kapitału - część emisji obejmują inwestorzy spoza sektora finansowego.

⁶ Np. problemy Elektrimu związane z wykupem obligacji, Stoczni Szczecińskiej ze spłatami zaciągniętych kredytów, czy CLiF wynikające z wypowiedzenia umów kredytowych.

na finansowanie zewnętrzne pojawia się już na początku działania przedsiębiorstwa. Założyciele przedsięwzięcia często nie posiadają bowiem wystarczających środków własnych, aby wprowadzić w życie swoje pomysły i poszukują dodatkowych pieniędzy u instytucji finansowych. Ponadto, nawet jeśli firmy posiadają wystarczające środki na początku działalności, to i tak w dalszej perspektywie zgłaszają zapotrzebowanie na finansowanie zewnętrzne. Choć u jego źródeł leży wiele przyczyn (np. nowe inwestycje, finansowanie kapitału obrotowego, wycofanie części środków własnych poprzez wykup akcji etc.), to faktycznie jest jeden podstawowy powód - niższy koszt tej formy funduszy.

Finansowanie się firm z środków własnych (kapitał akcyjny, zyski z lat ubiegłych) jest stosunkowo drogie. Koszt tej formy finansowania w rozwiniętych gospodarkach to ok. 4-8 pkt % ponad stopę wolną od ryzyka (*risk free rate*) plus dodatkowy narzut związany z ryzykiem np. 1,5 pkt % dla ratingu BBB (zob. np. Cohen, 2002 p. 16). W krajach transformacji koszt ten może być jeszcze wyższy.

Koszt finansowania zewnętrznego jest relatywnie niższy. Marża banku kształtuje się pomiędzy 2-6 pkt % ponad stopę wolną od ryzyka w przypadku firm o niskim bądź umiarkowanym poziomie długu w zależności od oceny zdolności kredytowej przedsiębiorstwa.⁷ Ponadto w większości krajów koszty odsetkowe zaliczane są do pomniejszających podstawę opodatkowania. Owocuje to również oszczędnościami przedsiębiorstwa w płaconym podatku dochodowym.

W konsekwencji sektor finansowy poprzez dostarczanie finansowania zewnętrznego powoduje zmniejszenie średniego ważonego kosztu kapitału, co oznacza wzrost rentowności przedsięwzięcia.⁸ Ta właściwość sprawia, że popyt na finansowanie zewnętrzne i pokrewne usługi sektora finansowego jest faktycznie osadzony w naturze gospodarki rynkowej. Nie może być on traktowany w kategoriach „balastu” narzucanego na przedsiębiorstwa przez sektor finansowy, gdyż poprawnie zarządzane firmy zawsze będą zgłaszać zapotrzebowanie na finansowanie zewnętrzne.

⁷ Koszt ewentualnego finansowania zewnętrznego zaczyna szybko rosnąć w przypadku firm o niskiej zdolności kredytowej (nie musi się to zawsze wiązać z wysokim zadłużeniem danej firmy). W pewnych sytuacjach (np. ujemna rentowność sprzedaży, dług netto kilkanaście razy większy niż Cash Flow [lub *Gross Funds from Operations*]) finansowanie zewnętrzne czy to z banku czy nawet od dostawców będzie w ogóle niedostępne i firma będzie musiała wyłącznie polegać na środkach własnych.

⁸ Średni ważony koszt kapitału (WACC) wyraża formuła:

$$WACC = W_d k_d (1-T) + W_p k_p + W_f k_f, \text{ gdzie:}$$

W_d - procent finansowania za pomocą długu zewnętrznego;

k_d - koszt długu zewnętrznego;

T - stopa CIT (efektywna dla danego podmiotu);

W_p - procent finansowania preferowanymi akcjami;

k_p - koszt preferowanych akcji;

W_f - procent finansowania pozostałymi funduszami własnymi;

4. Dźwignia finansowa w krajach zamożnych

Przeprowadzona analiza wykazała, że występuje znaczne zróżnicowanie wysokości dźwigni finansowej w poszczególnych krajach zamożnych.⁹ Jednocześnie można zaobserwować pewne prawidłowości biorąc pod uwagę takie kryteria jak występujący w danym kraju typ systemu finansowego czy poziom zamożności kraju.

Analizowane dane potwierdziły, że w dalszym stopniu istnieje bardzo wyraźna różnica we wzorcach finansowania się przedsiębiorstw w krajach określanych jako należące do systemu kontynentalnego oraz do systemu anglosaskiego.¹⁰ Dane empiryczne potwierdzają, że w krajach o systemie anglosaskim udział finansowania zewnętrznego jest zdecydowanie niższy niż w krajach o systemie kontynentalnym.

W krajach o systemie anglosaskim generalnie dźwignia finansowa pozostaje w przedziale 1,3 - 1,8. Obrazuje to Wykres 1.

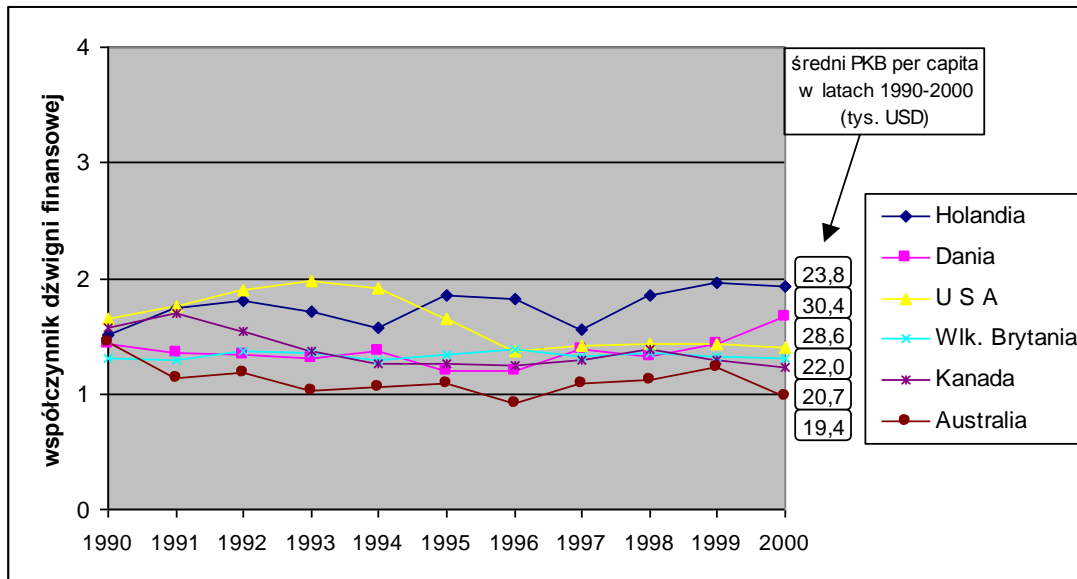
k_f - koszt funduszy własnych.

⁹ Za kraje zamożne zostały uznane kraje, których średni PKB per capita w latach 90-tych był powyżej 10 tys. USD oraz Korea Płd., gdzie ostatecznie średni PKB per capita wyniósł 9 tys. USD na skutek dewaluacji waluty krajowej po kryzysie z 1997r.

¹⁰ System kontynentalny charakteryzuje się dominacją sektora finansowego przez banki. Oszczędności ludności lokowane są głównie w bankach, a następnie w formie kredytów transferowane są do przedsiębiorstw. Także na rynku akcji i papierów dłużnych przedsiębiorstw dominującymi inwestorami są banki. Zarazem znaczenie rynków kapitałowych w gospodarce jest stosunkowo niskie.

System anglosaski odznacza się wiodącą rolą rynku kapitałowego w pośrednictwie finansowym. W systemie tym gospodarstwa domowe bezpośrednio inwestują w akcje i obligacje, zaś depozyty bankowe nie stanowią podstawowej formy lokowania ich oszczędności. Ponadto większą popularnością cieszą się niebankowi pośrednicy finansowi tacy jak fundusze inwestycyjne i emerytalne.

Wykres 1. Dźwignia finansowa w największych krajach o systemie anglosaskim



Źródło: Obliczenia własne w oparciu o dane Thompson Financial, IMF i OECD

Uwaga: Ze względu na duże zmiany w liczebności próby dla USA, Kanady i Australii w pierwszej połowie lat 90-tych¹¹ z w pełni spójnymi danymi mamy do czynienia od 1996 roku.

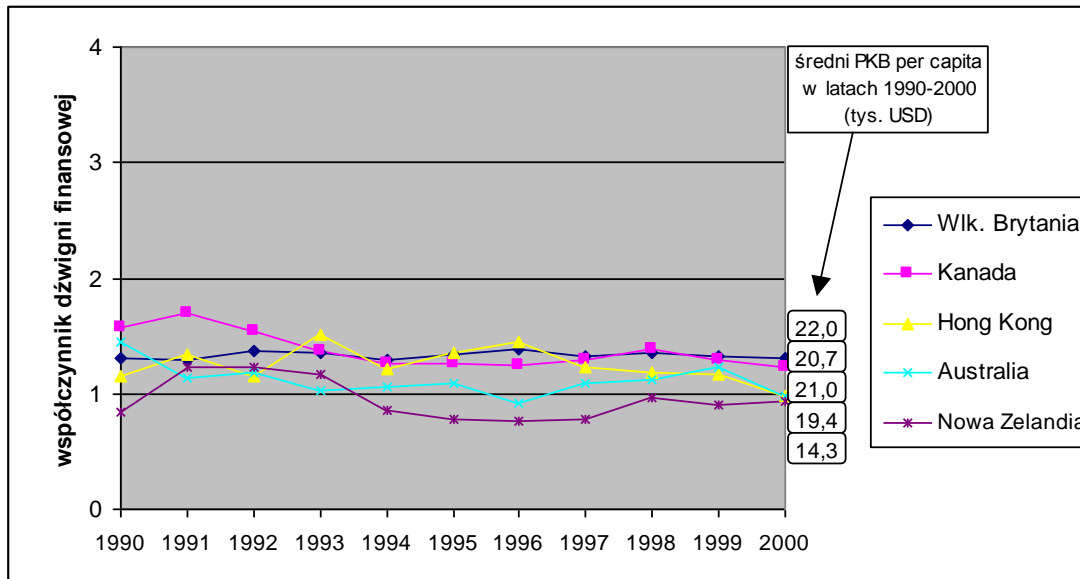
Analizując Wykres 1 można dostrzec prawidłowość, że generalnie niższy poziom dźwigni finansowej występuje w mniej zamożnych krajach o systemie anglosaskim. W szczególności najniższa dźwignia finansowa występuje w Australii i Kanadzie, gdzie średni PKB per capita w latach 90-tych wynosił odpowiednio 19,4 tys. USD oraz 20,7 tys. USD. Generalnie dźwignia finansowa rośnie wraz z poziomem dochodów danego kraju. Wyjątkiem jest tu Holandia posiadająca w tej grupie najwyższy wskaźnik dźwigni finansowej i wysokie PKB per capita (23,4 tys. USD), ale niższe niż w przypadku USA czy Danii. W przypadku Holandii mamy do czynienia z przenikaniem się systemu kontynentalnego z anglosaskim - jest ona prawdopodobnie najbardziej „kontynentalnym” krajem o systemie anglosaskim.

Podobne prawidłowości można zaobserwować analizując podgrupę krajów wchodzących w skład systemu anglosaskiego - kraje *Commonwealth* (Brytyjska Wspólnota Narodów). Przedstawione są one na Wykresie 2. Najniższym poziomem dźwigni finansowej w badanym okresie charakteryzowała się najbiedniejsza w tej grupie Nowa Zelandia (śr. PKB per capita 14,3 tys. USD). Na kolejnym miejscu, zarówno pod względem dźwigni finansowej jak i zamożności, znalazła się Australia. Ciekawie prezentuje się tu Hong Kong - efekt wpływu zarówno kryzysu jak i przyłączenia

¹¹ Do 1996 roku następuje dwu- i trzykrotne zwiększenie liczby analizowanych spółek. W dalszych latach ich liczba pozostaje już na względnie stałym poziomie. Szczegóły są zamieszczone w Załącznikach.

do Chin. W rezultacie kryzysu oraz planowanego i przeprowadzonego procesu przyłączenia do Chin w drugiej połowie lat 90-tych systematycznie malał tu wskaźnik dźwigni finansowej z poziomu ok. 1,2-1,4 do 1,0. Towarzyszył temu spadek zamożności tego terytorium z najwyższego poziomu 26,1 tys. USD (PKB per capita) w 1997 r do 23,9 tys. USD w 2000r.

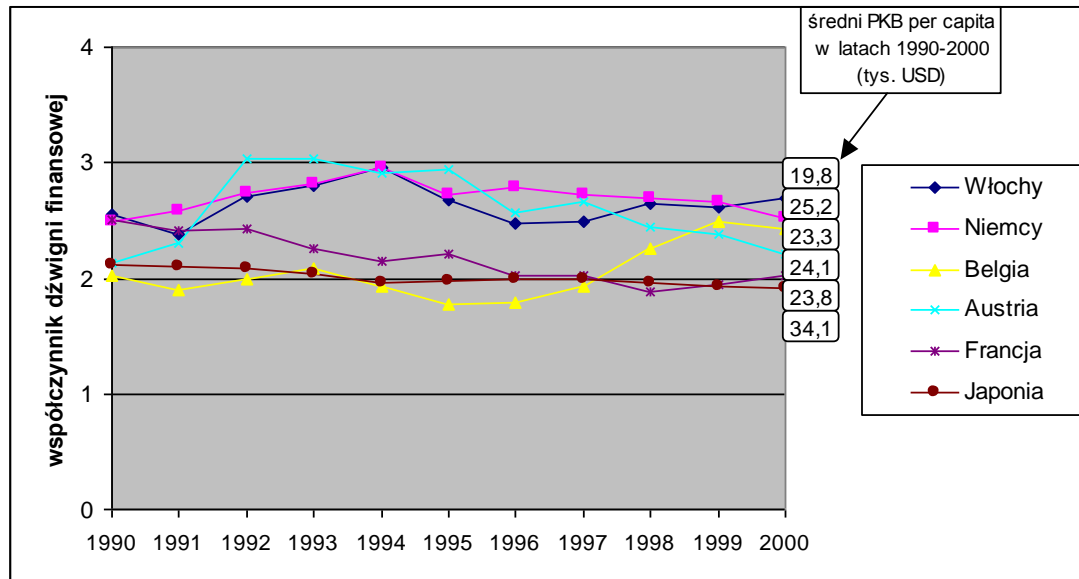
Wykres 2. Dźwignia finansowa w krajach Brytyjskiej Wspólnoty Narodów (system anglosaski)



Źródło: Obliczenia własne w oparciu o dane Thompson Financial, IMF i OECD

W przypadku krajów o systemie kontynentalnym dźwignia finansowa utrzymuje się na wyższym poziomie. Dla największych krajów o tym systemie jest ona zazwyczaj w przedziale 2,0-2,7. Ilustruje to Wykres 3.

Wykres 3. Dźwignia finansowa w największych krajach o systemie kontynentalnym



Źródło: Obliczenia własne w oparciu o dane Thompson Financial, IMF i OECD

W przypadku najzamożniejszych krajów o systemie kontynentalnym zależność pomiędzy poziomem dźwigni finansowej a dochodem kraju nie jest tak czytelna jak w przypadku krajów o systemie anglosaskim. W szczególności mamy tu do czynienia z relatywnie niskim poziomem dźwigni finansowej w Japonii a wysokim we Włoszech. Przypadek Japonii można wytłumaczyć spadkiem popytu na kredyt i inne formy finansowania zewnętrznego w tym kraju, wynikającym z utrzymującego się w latach 90-tych spowolnienia gospodarczego. W przypadku Włoch rozwiązaniem zagadki może być olbrzymie zróżnicowanie dochodów w tym kraju. Południowe Włochy należą do najbiedniejszych obszarów Europy Zachodniej. Jednocześnie Północne Włochy są jednym z najbogatszych regionów Europy. Tam też koncentruje się większość przemysłu włoskiego.¹² W tej sytuacji wielkość średniego poziomu PKB per capita nie jest miarodajna i może być myląca dla tego typu porównań.

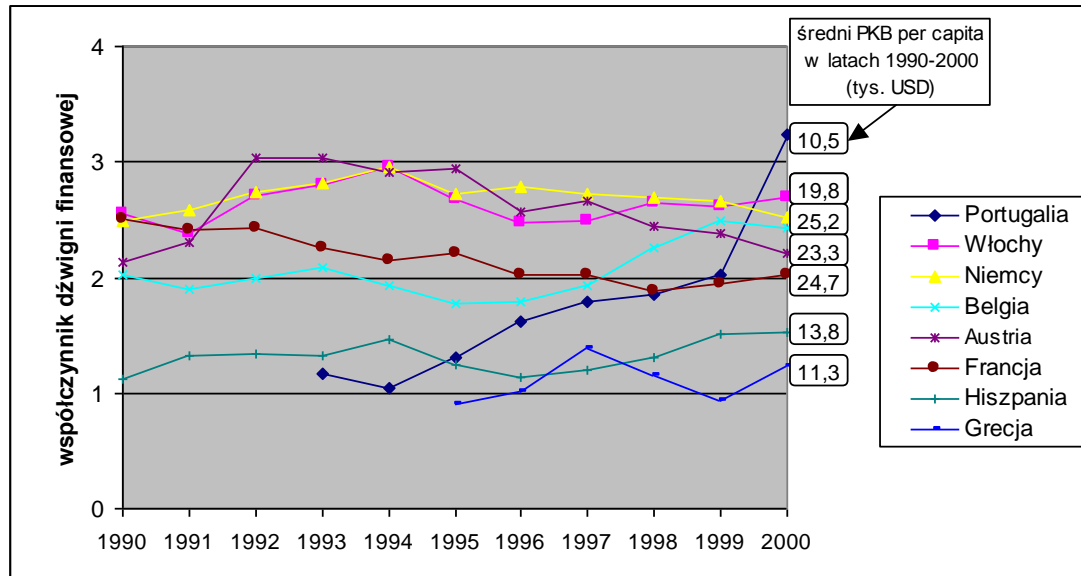
Silniejsze zróżnicowanie dźwigni finansowej można zaobserwować włączając do analizy „biedne” kraje strefy euro jak Grecję, Hiszpanię i Portugalię (patrz Wykres 4). Za wyjątkiem końcówki lat 90-tych dla Portugalii¹³, gdzie poziom dźwigni finansowej znacząco wzrasta, wyniki potwierdzają tezę, że dźwignia finansowa znajduje się na zdecydowanie niższym poziomie w krajach

¹² W Północnych Włoszech (w Mediolanie) zlokalizowana jest również główna włoska giełda papierów wartościowych.

¹³ Wpływ na wyniki dla Portugalii może mieć wyjątkowo mała liczba obserwacji w całym badanym okresie. W latach 1999-2000 wynosiła ona odpowiednio 9 i 10 firm. Czyni to wyniki podatkowymi na zakłócenia, wynikające z tymczasowo podwyższonej dźwigni finansowej dla nawet 1 spółki.

o niższym poziomie rozwoju gospodarczego, mimo iż charakteryzują się one tym samym (kontynentalnym) typem systemu finansowego.

Wykres 4. „Bogate” i „mniej zamożne” kraje strefy euro o systemie kontynentalnym



Źródło: Obliczenia własne w oparciu o dane Thompson Financial, IMF i OECD

Uwaga: Ze względu na małą próbę dla Grecji i Portugalii oraz duże zróżnicowanie (Grecja) wykorzystana została mediana zamiast średniej (zob. np. Greene, 2000, s. 171-172).

Dla Portugalii i Grecji średnie PKB per capita za lata 1994-2000.

5. Dźwignia finansowa na rynkach wschodzących

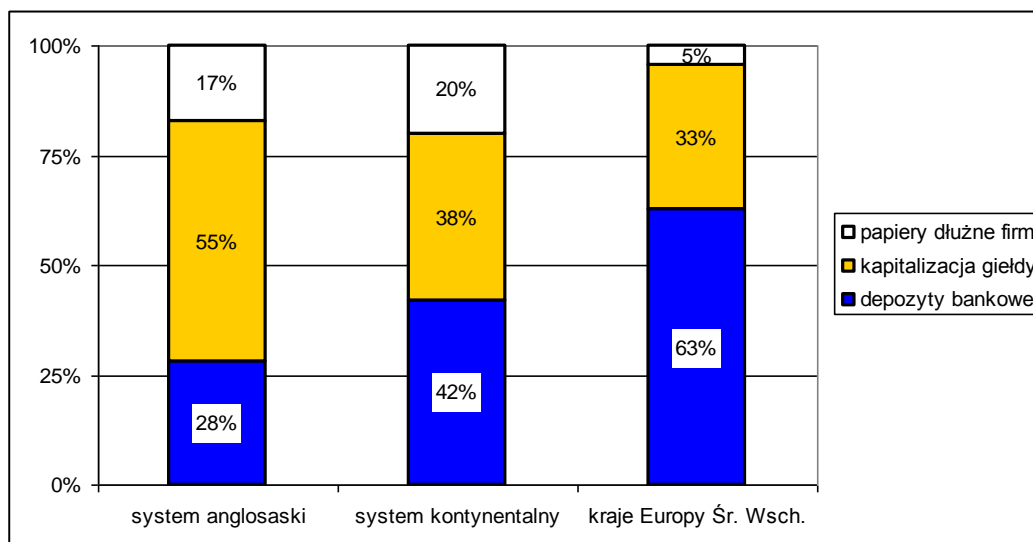
W opisanych powyżej krajach zamożnych dźwignia finansowa jest w widoczny sposób zróżnicowana w zależności od typu systemu finansowego. Zauważalny jest również niższy poziom finansowania zewnętrznego firm w krajach o względnie niższym poziomie rozwoju jak Nowa Zelandia, Hiszpania czy Grecja. Jeśli jest to ogólna prawidłowość, to w przypadku rynków wschodzących również powinien występować ogólnie niższy poziom finansowania.

Analiza danych dla rynków wschodzących natrafia na pewne trudności. Po pierwsze, dostępność danych jest zdecydowanie mniejsza niż w przypadku krajów rozwiniętych. Po drugie, trudno jest jednoznacznie określić typ systemu finansowego występującego w tych krajach. Po trzecie, w szeregu tych krajów w latach 90-tych miały miejsce kryzysy finansowe/gospodarcze,

które owocowały skokowym zwiększeniem wskaźnika dźwigni finansowej w firmach.¹⁴ Powoduje to okresowe zakłócenie badanego zjawiska.

Z punktu widzenia Polski najistotniejsza jest grupa krajów środkowo-europejskich przechodzących transformację systemową. W przypadku tych krajów najprawdopodobniej mamy do czynienia z tworzącym się tu systemem kontynentalnym. Wynika to z silnej pozycji banków w sektorze finansowym i małej roli rynków kapitałowych. Giełdy o ile jeszcze były wykorzystywane w procesach prywatyzacji (zarówno masowej jak i kapitałowej) czyli służyły do zmiany struktury własnościowej spółek, to praktycznie nie sprawdziły się jako instrument pozyskiwania nowych kapitałów. Jest bardzo mało prawdopodobne, aby ich rola gwałtownie zaczęła rosnąć, docelowo osiągając znaczenie takie jak w systemie anglosaskim (przykładowe porównanie struktury sektora finansowego w systemie anglosaskim, kontynentalnym i krajach Europy Śr.-Wsch. przedstawia Wykres 5). System kontynentalny będzie się również tworzył w konsekwencji postępującej integracji gospodarek tych krajów z krajami strefy euro, już teraz będącymi ich największymi partnerami handlowymi oraz największymi inwestorami bezpośrednimi.

Wykres 5. Porównanie struktury finansowego w systemie anglosaskim, kontynentalnym i krajach Europy Śr.-Wsch. (dane za 1999r)



Źródło: IMF, FIBV, BIS i giełdy w poszczególnych krajach w oparciu o źródła danych podane w (Kawalec i Kluza, 2001)

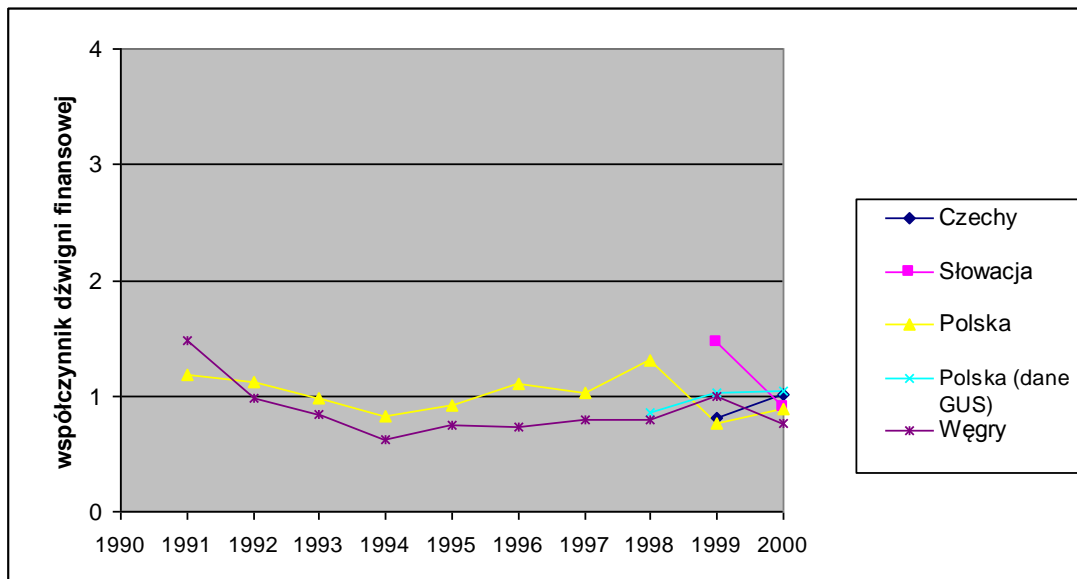
Uwaga: system anglosaski - Australia, Dania, Holandia, Kanada, Wlk. Brytania, USA, system kontynentalny - Austria, Belgia, Francja, Japonia, Korea, Niemcy, Włochy

¹⁴ Na przykład w skutek silnej dewaluacji waluty krajowej w krajach Azji Pd. -Wsch. w przedsiębiorstwach posiadających kredyty dewizowe gwałtownie wzrastał ich poziom zadłużenia.

kraje Europy Śr.-Wsch. - Czechy, Polska, Słowacja, Węgry

W świetle uzyskanych rezultatów (patrz Wykres 6) można powiedzieć, iż kraje Europy Śr.-Wsch. zachowują się typowo jak przystało na „ubogich” przedstawicieli systemu kontynentalnego. Odznaczają się one bowiem nie tylko niższym poziomem dźwigni finansowej niż bogate kraje strefy euro ale również niż średnio zamożne kraje jak Hiszpania czy Grecja. Dźwignia finansowa oscyluje w tych krajach w okolicach poziomu 1,0. Wyższy poziom wskaźnika dźwigni finansowej w latach 1991-1992 należy przy tym uznać za pokłosie kryzysu z początku transformacji, kiedy to zadłużenie firm wzrosło na skutek trudności z terminowym regulowaniem ich zobowiązań.

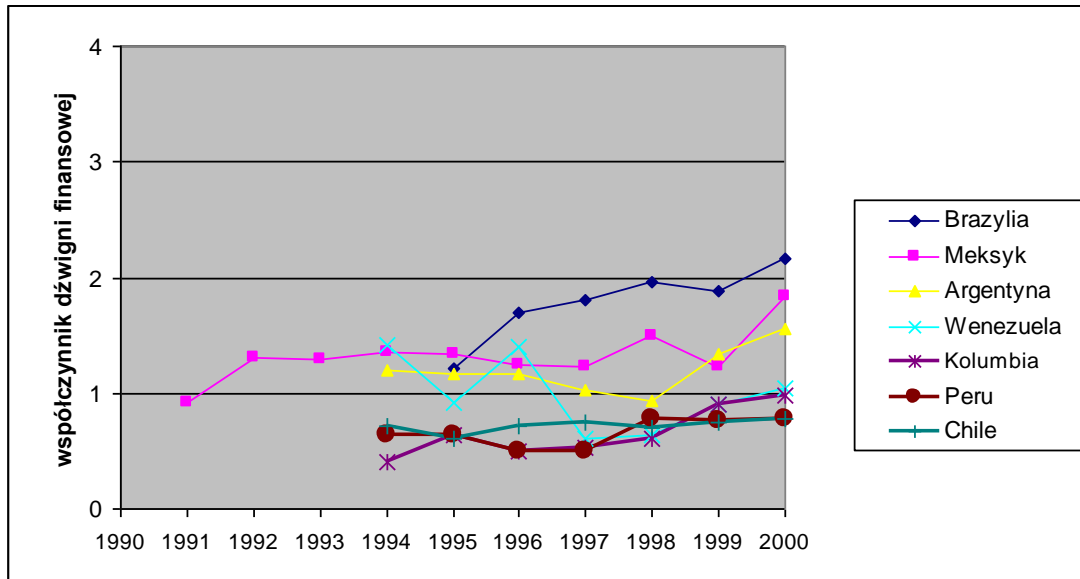
Wykres 6. Dźwignia finansowa dla Czech, Polski, Słowacji i Węgier



Źródło: Obliczenia własne w oparciu o dane Thompson Financial, IMF, OECD i GUS

W przypadku innej grupy krajów rynków wschodzących - Ameryki Łacińskiej - zależności są mniej czytelne. „Typowo” zachowują się takie kraje jak Chile, Peru, Kolumbia i Wenezuela a także generalnie Meksyk i Argentyna (oprócz 2000r). Zdecydowanie od grupy odbiega Brazylia. Te trzy ostatnie kraje charakteryzują się co prawda wyższym dochodem per capita niż inne kraje Ameryki Łacińskiej, ale nie stanowi to uzasadnienia dla tak głębokich różnic. „Anomalie” w przypadku Brazylii i Argentyny można tłumaczyć niestabilną sytuacją finansową tych krajów. Co ciekawe kryzys finansowy nie jest natomiast odzwierciedlony w danych dla Meksyku z połowy lat 90-tych. Obliczenia przedstawia Wykres 7.

Wykres 7. Dźwignia finansowa w krajach Ameryki Łacińskiej



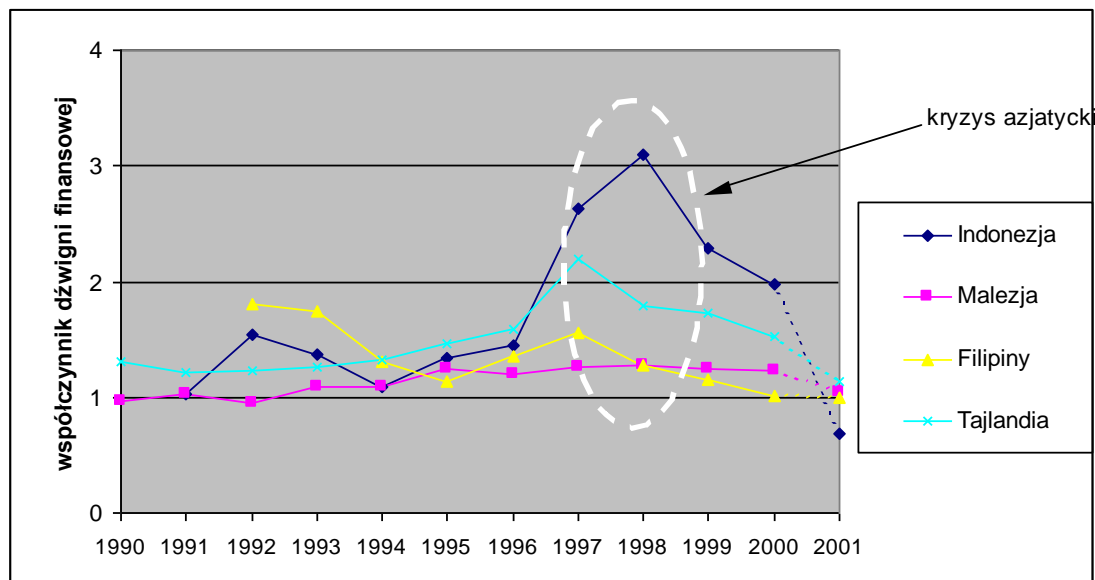
Źródło: Obliczenia własne w oparciu o dane Thompson Financial, IMF i OECD

Jeszcze bardziej widoczny jest wpływ kryzysów finansowych na poziom finansowania zewnętrznego firm w krajach Azji Płd.-Wsch. Faktycznie występujące tu kryzysy zakłóciły, razem z niską liczebnością analizowanych prób, możliwość przeprowadzenia analizy opartej na wskaźniku dźwigni finansowej. Generalnie wskaźniki są tu wyższe niż w badanych krajach Europy Śr.-Wsch. i Ameryki Łacińskiej (patrz Wykres 8). Może to dowodzić, że szybki wzrost tych krajów odbywał się częściowo „na kredyt”, poprzez wyższy poziom finansowania firm. Z jednej strony agresywna strategia finansowania przedsiębiorstw umożliwiała szybszy wzrost, z drugiej jednak strony uczyniła gospodarki tych krajów podatnymi na kryzysy finansowe. Osiągnięte przed kryzysem poziomy finansowania okazały się nie do utrzymania, stąd pojawiające się po kryzysie spadki dźwigni finansowej, do poziomów nawet niższych niż sprzed kryzysu.

Systematyczne obniżanie się dźwigni finansowej w krajach Azji Płd.-Wsch. miało miejsce w latach 1998-2000. Rodzi to pytanie, jaki jest poziom równowagi dla dźwigni finansowej w tych krajach. Pierwsze dane za 2001r pokazują, że trend spadkowy nie zakończył się w 2000r i „naturalny” poziom dźwigni finansowej może być na poziomie 1,0 czy nawet niższym. Potwierdzałoby to tezę o niższym poziomie dźwigni finansowej na rynkach wschodzących niż w krajach zamożnych. Na dane za 2001r należy jednak patrzeć z ostrożnością. Liczebność prób jest tu kilkukrotnie niższa niż w poprzednich latach, a w przypadku Indonezji dostępne są tylko 2 firmy. Dane te mają więc głównie

charakter informujący o kierunku zmian, natomiast nie oddają precyzyjnie poziomu badanego zjawiska.

Wykres 8. Dźwignia finansowa w krajach Azji Płd.-Wsch.



Źródło: Obliczenia własne w oparciu o dane Thompson Financial, IMF i OECD

6. Wnioski

Zaprezentowane wyniki badań ukazują, że utrzymujący się na stabilnym wysokim poziomie współczynnik dźwigni finansowej jest charakterystyczny dla krajów zamożnych (podsumowanie wyników zawiera Tabela 1, 2 i 3). Występuje przy tym istotne zróżnicowanie wysokości dźwigni finansowej ze względu na typ systemu finansowego - kontynentalny bądź anglosaski.

Choć nie można stwierdzić tego kategorycznie, widać również w krajach zamożnych prawidłowość, że kraje gdzie była wyższa dostępność finansowania zewnętrznego, zarówno w systemie kontynentalnym jak i anglosaskim (który silniej bazuje na rynkach kapitałowych), charakteryzują się wyższym poziomem rozwoju gospodarczego.

Potwierdzałyby to tezę, że charakter systemu finansowego nie jest szczególnie istotny dla wzrostu gospodarczego. Ważna jest natomiast jakość tego systemu. W przypadku krajów, gdzie system jest „okrzepły” oraz właściwie funkcjonuje umożliwia on stabilne pozyskiwanie finansowania przez firmy w formie długu bądź emisji akcji. Zarazem w badanym okresie kraje te uniknęły generalnie kryzysów finansowych.

Powyższe wnioski oznaczają również, że rozwój gospodarczy wiąże się z występowaniem ponadproporcjonalnie wyższego zapotrzebowania firm na usługi sektora finansowego, ze wskazaniem na finansowanie zewnętrzne, które we właściwych proporcjach stanowi tańsze źródło kapitału. Firmy mające zwiększony do niego dostęp (w jednym jak i drugim typie systemu finansowego) osiągają dodatkową przewagę nad swymi konkurentami.

Opisana relacja implikuje, że dostępność finansowania dla firm może być istotnym czynnikiem umożliwiającym im przyspieszony wzrost. Jest to zgodne z analizą zachowania się przedsiębiorstw od strony mikroekonomicznej. Jak zostało zarysowane w części 3, udostępnienie finansowania zewnętrznego firmom obniża ich koszt kapitału, owocując zwiększoną rentownością całego przedsięwzięcia.

Polska, konvergująca do systemu kontynentalnego, charakteryzuje się obecnie zarówno niskim poziomem dźwigni finansowej przedsiębiorstw jak i PKB per capita. Biorąc pod uwagę jakie są poziomy tych wskaźników w krajach strefy euro, w tym szczególnie w Hiszpanii, należy oczekiwać stopniowego wzrostu obu kategorii. W świetle przeprowadzonej analizy oraz zasad mikroekonomii można sformułować wniosek, że zwiększona dostępność finansowania zewnętrznego firm może być tu czynnikiem stymulującym szybszy wzrost gospodarczy. Na przykład podwyższone poziomy dźwigni finansowej towarzyszyły jeszcze w pierwszej połowie lat 90-tych szybko rozwijającym się gospodarkom Azji Płd.-Wsch.

W zwiększeniu dostępności finansowania istotną rolę może odegrać państwo m.in. poprzez fundusze poręczeń kredytów, politykę kursową w przypadku kredytów zagranicznych etc. Zbyt duża rola państwa nie może jednak deformować rynkowej podaży i popytu na finansowanie. Za duża dostępność finansowania w proporcji do zdolności kredytowej firmy (profilu ryzyka) może doprowadzić do niekorzystnego poziomu bądź struktury zadłużenia, zwiększając tym samym ryzyko jej niewypłacalności. Sytuacja tak miała miejsce np. w krajach Azji Płd.-Wsch w drugiej połowie lat 90-tych.

Tabela 1. System kontynentalny - dane zbiorcze za lata 1990-2000

| | zamożna strefa euro | w tym: Niemcy | „uboższa” strefa euro | w tym: Hiszpania | Japonia i Korea Płd. |
|-------------------------------|------------------------|---------------|--------------------------|---------------------|-------------------------|
| średnia dźwignia finansowa | 2,41 | 2,70 | 1,44 | 1,53 | 2,04 |
| liczebność próby | 4931 | 1821 | 559 | 32 | 6752 |

| | | | | | |
|------------------------|------|------|------|------|------|
| odchylenie standardowe | 1,82 | 1,85 | 1,16 | 1,09 | 1,66 |
|------------------------|------|------|------|------|------|

Źródło: Obliczenia własne w oparciu o dane Thompson Financial

Uwaga: Szczegółowy skład poszczególnych grup krajów przedstawiony jest w Załącznikach

Tabela 2. System anglosaski - dane zbiorcze za lata 1990-2000

| | USA | Brytyjska Wspólnota Narodów | w tym: Wlk. Brytania | zamożna strefa euro (Dania i Holandia.) |
|----------------------------|------|-----------------------------|----------------------|---|
| średnia dźwignia finansowa | 1,49 | 1,26 | 1,33 | 1,61 |
| liczebność próby | 5450 | 6477 | 3700 | 952 |
| odchylenie standardowe | 1,47 | 1,18 | 1,19 | 1,17 |

Źródło: Obliczenia własne w oparciu o dane Thompson Financial

Uwaga: Szczegółowy skład poszczególnych grup krajów przedstawiony jest w Załącznikach

Tabela 3. Rynki wschodzące - dane zbiorcze za lata 1990-2000

| | Europa Śr.-Wsch.* | w tym: Polska | Ameryka Łacińska** | w tym: Chile, Kolu., Peru, Wenez.*** | Azja Płd.-Wsch. |
|----------------------------|-------------------|---------------|--------------------|--------------------------------------|-----------------|
| średnia dźwignia finansowa | 0,95 | 1,01 | 1,32 | 0,74 | 1,39 |
| liczebność próby | 290 | 172 | 1003 | 296 | 5492 |
| odchylenie standardowe | 1,13 | 1,36 | 1,35 | 0,61 | 1,44 |

Źródło: Obliczenia własne w oparciu o dane Thompson Financial

Uwaga: Szczegółowy skład poszczególnych grup krajów przedstawiony jest w Załącznikach

* Dane za okres 1991-2000 (w latach 1991-1998 tylko dla Polski i Węgier).

** Dane za okres 1991-2000 (w latach 1991-1993 tylko dla Meksyku).

*** Dane za okres 1994-2000.

7. Podsumowanie

Kraje rozwinięte charakteryzują się wyższym poziomem finansowania zewnętrznego niż kraje o niższym poziomie dochodów. Wskaźniki dźwigni finansowej typowe dla krajów zamożnych w krajach rynków wschodzących pojawiają się zazwyczaj jako skutek uboczny kryzysu finansowego. W dalszych latach spadają one do niskich poziomów, co w praktyce oznacza, że szereg firm o zbyt wysokim zadłużeniu bankrutuje lub przechodzi restrukturyzację zadłużenia.

Wśród krajów rozwiniętych również można dostrzec prawidłowość, że wyższy poziom dźwigni finansowej generalnie występuje w zamożniejszych z nich. Dzieje się tak zarówno w krajach o systemie kontynentalnym, gdzie dźwignia finansowa przekracza poziom 2,0, jak i w krajach o systemie anglosaskim, gdzie wskaźnik ten kształtuje się generalnie w przedziale 1,3-1,8.

Polska charakteryzuje się niskim poziomem dźwigni finansowej. Biorąc pod uwagę, że polski system finansowy posiada cechy charakterystyczne dla systemu kontynentalnego oczekiwać należy rosnącego poziomu dźwigni finansowej. W świetle zaprezentowanych analiz ponadproporcjonalnie wyższa dostępność finansowania zewnętrznego dla przedsiębiorstw może mieć stymulujący wpływ na rozwój gospodarczy.

Zaprezentowane wyniki zachęcają do prowadzenia dalszych badań nad tym zjawiskiem. Jednym z nurtów jest analiza, jak kształtuje się poziom dźwigni finansowej w innych sektorach gospodarki jak handel, budownictwo czy transport. Innym interesującym zagadnieniem jest przebadanie, jaka jest struktura zobowiązań firm - czy również zależy od typu systemu finansowego oraz poziomu rozwoju danego kraju.

Kolejnym obiecującym wątkiem badawczym jest przeprowadzenie powyższych badań na dłuższych, spójnych metodologicznie, szeregach danych. Umożliwiłoby to pogłębioną analizę wzajemnych powiązań pomiędzy poziomem dźwigni finansowej w danym kraju a poziomem jego rozwoju gospodarczego. Oczywiście podstawowym ograniczeniem jest tu dostępność danych.

8. Załączniki

Tabela 4. System kontynentalny - zamożne kraje strefy euro

| | | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | Ogółem |
|--------------|------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------|
| Austria | Dźwignia finansowa - średnia | 2,14 | 2,30 | 3,03 | 3,03 | 2,90 | 2,94 | 2,57 | 2,66 | 2,44 | 2,39 | 2,21 | 2,62 |
| | Liczebność próby | 25 | 28 | 32 | 35 | 32 | 34 | 35 | 36 | 32 | 32 | 36 | 357 |
| | Odchylenie standardowe | 1,75 | 1,84 | 2,38 | 2,30 | 2,33 | 2,08 | 1,80 | 2,17 | 1,89 | 1,84 | 1,48 | 2,01 |
| Belgia | Dźwignia finansowa - średnia | 2,02 | 1,90 | 1,99 | 2,09 | 1,94 | 1,77 | 1,79 | 1,93 | 2,26 | 2,50 | 2,44 | 2,06 |
| | Liczebność próby | 23 | 23 | 24 | 25 | 25 | 25 | 26 | 26 | 27 | 24 | 29 | 277 |
| | Odchylenie standardowe | 1,22 | 1,06 | 1,38 | 1,56 | 1,63 | 1,44 | 1,54 | 1,49 | 1,80 | 2,04 | 1,65 | 1,55 |
| Francja | Dźwignia finansowa - średnia | 2,51 | 2,42 | 2,42 | 2,25 | 2,15 | 2,22 | 2,03 | 2,02 | 1,88 | 1,95 | 2,03 | 2,09 |
| | Liczebność próby | 64 | 66 | 85 | 150 | 179 | 210 | 228 | 241 | 240 | 235 | 234 | 1932 |
| | Odchylenie standardowe | 1,81 | 1,79 | 1,93 | 1,91 | 1,77 | 1,91 | 1,65 | 1,65 | 1,48 | 1,55 | 1,57 | 1,70 |
| Niemcy | Dźwignia finansowa - średnia | 2,49 | 2,58 | 2,74 | 2,81 | 2,96 | 2,73 | 2,79 | 2,72 | 2,69 | 2,66 | 2,53 | 2,70 |
| | Liczebność próby | 134 | 135 | 138 | 143 | 153 | 177 | 175 | 184 | 185 | 186 | 211 | 1821 |
| | Odchylenie standardowe | 1,40 | 1,46 | 1,80 | 1,81 | 1,94 | 1,78 | 2,04 | 1,98 | 1,91 | 1,85 | 2,03 | 1,85 |
| Włochy | Dźwignia finansowa - średnia | 2,55 | 2,38 | 2,71 | 2,80 | 2,95 | 2,68 | 2,48 | 2,49 | 2,65 | 2,61 | 2,70 | 2,64 |
| | Liczebność próby | 41 | 41 | 42 | 43 | 43 | 47 | 48 | 49 | 56 | 59 | 75 | 544 |
| | Odchylenie standardowe | 2,02 | 1,39 | 1,94 | 1,83 | 2,36 | 1,97 | 1,82 | 1,82 | 2,07 | 1,88 | 2,01 | 1,93 |
| Razem | Dźwignia finansowa - średnia | 2,43 | 2,44 | 2,63 | 2,57 | 2,56 | 2,47 | 2,36 | 2,34 | 2,29 | 2,32 | 2,33 | 2,41 |
| | Liczebność próby | 287 | 293 | 321 | 396 | 432 | 493 | 512 | 536 | 540 | 536 | 585 | 4931 |
| | Odchylenie standardowe | 1,61 | 1,55 | 1,90 | 1,90 | 1,97 | 1,88 | 1,84 | 1,84 | 1,78 | 1,76 | 1,82 | 1,82 |

Źródło: Obliczenia własne w oparciu o dane Thompson Financial

Tabela 5. System kontynentalny - „uboższe” kraje strefy euro

| | | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | Ogółem |
|--------------|------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------|
| Grecja | Dźwignia finansowa - mediana | | | | | | 0,91 | 1,01 | 1,38 | 1,15 | 0,94 | 1,23 | 1,10 |
| | Liczebność próby | | | | | | 11 | 17 | 17 | 21 | 29 | 66 | 161 |
| | Odchylenie standardowe | | | | | | 0,52 | 0,53 | 0,88 | 0,70 | 1,53 | 1,78 | 1,41 |
| Portugalia | Dźwignia finansowa - mediana | | | | 1,16 | 1,05 | 1,32 | 1,63 | 1,80 | 1,86 | 2,02 | 3,23 | 1,76 |
| | Liczebność próby | | | | 2 | 2 | 8 | 10 | 10 | 10 | 9 | 10 | 61 |
| | Odchylenie standardowe | | | | 0,64 | 0,72 | 1,15 | 1,07 | 0,86 | 1,17 | 1,18 | 1,92 | 1,32 |
| Hiszpania | Dźwignia finansowa - średnia | 1,12 | 1,32 | 1,34 | 1,32 | 1,46 | 1,25 | 1,13 | 1,20 | 1,30 | 1,50 | 1,53 | 1,32 |
| | Liczebność próby | 29 | 31 | 29 | 28 | 30 | 31 | 31 | 31 | 31 | 34 | 32 | 337 |
| | Odchylenie standardowe | 0,62 | 0,77 | 0,91 | 0,94 | 1,28 | 1,08 | 0,93 | 0,99 | 0,93 | 0,88 | 1,09 | 0,96 |
| Razem | Dźwignia finansowa - średnia | 1,12 | 1,32 | 1,34 | 1,31 | 1,44 | 1,26 | 1,21 | 1,34 | 1,42 | 1,50 | 1,87 | 1,44 |
| | Liczebność próby | 29 | 31 | 29 | 30 | 32 | 50 | 58 | 58 | 62 | 72 | 108 | 559 |
| | Odchylenie standardowe | 0,62 | 0,77 | 0,91 | 0,92 | 1,25 | 1,00 | 0,88 | 0,94 | 0,92 | 1,24 | 1,67 | 1,16 |

Źródło: Obliczenia własne w oparciu o dane Thompson Financial

Tabela 6. System kontynentalny - Japonia i Korea Płd.

| | | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | Ogółem |
|--------------|------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------|
| Japonia | Dźwignia finansowa - średnia | 2,11 | 2,10 | 2,09 | 2,04 | 1,95 | 1,97 | 1,99 | 2,00 | 1,96 | 1,93 | 1,91 | 2,00 |
| | Liczebność próby | 437 | 462 | 494 | 516 | 458 | 496 | 522 | 523 | 528 | 497 | 405 | 5338 |
| | Odchylenie standardowe | 1,65 | 1,64 | 1,68 | 1,66 | 1,59 | 1,64 | 1,63 | 1,68 | 1,73 | 1,71 | 1,72 | 1,67 |
| Korea Płd. | Dźwignia finansowa - średnia | 2,25 | 2,70 | 2,68 | 2,19 | 2,26 | 2,20 | 2,36 | 2,94 | 2,11 | 1,67 | 1,68 | 2,16 |
| | Liczebność próby | 27 | 35 | 39 | 109 | 111 | 114 | 164 | 179 | 177 | 218 | 241 | 1414 |
| | Odchylenie standardowe | 0,94 | 1,31 | 1,25 | 1,42 | 1,58 | 1,28 | 1,55 | 2,25 | 1,56 | 1,38 | 1,42 | 1,61 |
| Razem | Dźwignia finansowa - średnia | 2,12 | 2,15 | 2,13 | 2,07 | 2,01 | 2,01 | 2,08 | 2,24 | 2,00 | 1,85 | 1,82 | 2,04 |
| | Liczebność próby | 464 | 497 | 533 | 625 | 569 | 610 | 686 | 702 | 705 | 715 | 646 | 6752 |
| | Odchylenie standardowe | 1,62 | 1,63 | 1,66 | 1,62 | 1,59 | 1,58 | 1,62 | 1,89 | 1,69 | 1,62 | 1,62 | 1,66 |

Źródło: Obliczenia własne w oparciu o dane Thompson Financial

Tabela 7. System anglosaski - kraje Brytyjskiej Wspólnoty Narodów

| | | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | Ogółem |
|---------------|------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------|
| Australia | Dźwignia finansowa - średnia | 1,44 | 1,14 | 1,18 | 1,02 | 1,06 | 1,08 | 0,92 | 1,08 | 1,11 | 1,23 | 0,98 | 1,08 |
| | Liczebność próby | 21 | 20 | 30 | 49 | 54 | 70 | 180 | 195 | 206 | 218 | 236 | 1279 |
| | Odchylenie standardowe | 1,42 | 0,74 | 0,88 | 0,79 | 0,91 | 0,77 | 0,84 | 1,31 | 1,14 | 1,52 | 1,03 | 1,15 |
| Kanada | Dźwignia finansowa - średnia | 1,57 | 1,70 | 1,55 | 1,37 | 1,27 | 1,26 | 1,24 | 1,28 | 1,38 | 1,29 | 1,24 | 1,31 |
| | Liczebność próby | 8 | 16 | 22 | 22 | 22 | 38 | 88 | 99 | 102 | 119 | 113 | 649 |
| | Odchylenie standardowe | 0,91 | 1,09 | 1,06 | 0,81 | 0,82 | 0,88 | 1,12 | 1,21 | 1,43 | 1,29 | 1,13 | 1,18 |
| Hong Kong | Dźwignia finansowa - średnia | 1,15 | 1,34 | 1,15 | 1,51 | 1,21 | 1,36 | 1,44 | 1,22 | 1,18 | 1,16 | 0,98 | 1,24 |
| | Liczebność próby | 30 | 39 | 52 | 62 | 64 | 70 | 76 | 77 | 78 | 82 | 87 | 717 |
| | Odchylenie standardowe | 1,26 | 1,47 | 0,75 | 1,66 | 0,92 | 1,25 | 1,40 | 1,34 | 1,30 | 1,06 | 0,88 | 1,22 |
| Nowa Zelandia | Dźwignia finansowa - średnia | 0,84 | 1,23 | 1,23 | 1,17 | 0,86 | 0,78 | 0,76 | 0,77 | 0,97 | 0,90 | 0,93 | 0,94 |
| | Liczebność próby | 10 | 10 | 10 | 10 | 11 | 11 | 12 | 14 | 14 | 14 | 16 | 132 |
| | Odchylenie standardowe | 0,33 | 0,84 | 0,90 | 0,70 | 0,42 | 0,40 | 0,41 | 0,49 | 0,64 | 0,52 | 0,57 | 0,58 |
| Wlk. Brytania | Dźwignia finansowa - średnia | 1,31 | 1,29 | 1,37 | 1,35 | 1,29 | 1,33 | 1,39 | 1,32 | 1,35 | 1,33 | 1,31 | 1,33 |
| | Liczebność próby | 262 | 272 | 278 | 308 | 336 | 350 | 360 | 367 | 373 | 384 | 410 | 3700 |
| | Odchylenie standardowe | 0,92 | 0,99 | 1,22 | 1,15 | 1,16 | 1,13 | 1,16 | 1,15 | 1,36 | 1,28 | 1,39 | 1,19 |
| Razem | Dźwignia finansowa - średnia | 1,30 | 1,30 | 1,33 | 1,33 | 1,24 | 1,29 | 1,25 | 1,23 | 1,27 | 1,27 | 1,17 | 1,26 |
| | Liczebność próby | 331 | 357 | 392 | 451 | 487 | 539 | 716 | 752 | 773 | 817 | 862 | 6477 |
| | Odchylenie standardowe | 0,98 | 1,04 | 1,13 | 1,18 | 1,08 | 1,08 | 1,12 | 1,21 | 1,30 | 1,32 | 1,22 | 1,18 |

Źródło: Obliczenia własne w oparciu o dane Thompson Financial

Tabela 8. System anglosaski - Stany Zjednoczone

| | | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | Ogółem |
|-------|------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------|
| U S A | Dźwignia finansowa - średnia | 1,65 | 1,76 | 1,90 | 1,98 | 1,91 | 1,65 | 1,38 | 1,41 | 1,43 | 1,43 | 1,40 | 1,49 |
| | Liczebność próby | 164 | 168 | 162 | 171 | 174 | 297 | 660 | 767 | 910 | 1007 | 970 | 5450 |
| | Odchylenie standardowe | 1,15 | 1,35 | 1,57 | 1,53 | 1,52 | 1,43 | 1,38 | 1,45 | 1,44 | 1,49 | 1,53 | 1,47 |

Źródło: Obliczenia własne w oparciu o dane Thompson Financial

Tabela 9. System anglosaski - zamożne kraje strefy euro

| | | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | Ogółem |
|--------------|------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------|
| Dania | Dźwignia finansowa - średnia | 1,43 | 1,36 | 1,33 | 1,31 | 1,37 | 1,20 | 1,20 | 1,39 | 1,33 | 1,43 | 1,67 | 1,37 |
| | Liczebność próby | 32 | 32 | 32 | 32 | 33 | 34 | 34 | 38 | 38 | 38 | 43 | 386 |
| | Odchylenie standardowe | 1,26 | 0,97 | 0,81 | 0,81 | 0,79 | 0,58 | 0,64 | 0,82 | 0,85 | 0,80 | 1,24 | 0,90 |
| Holandia | Dźwignia finansowa - średnia | 1,52 | 1,75 | 1,81 | 1,71 | 1,57 | 1,84 | 1,82 | 1,55 | 1,85 | 1,96 | 1,93 | 1,77 |
| | Liczebność próby | 37 | 39 | 42 | 42 | 52 | 57 | 60 | 59 | 56 | 61 | 61 | 566 |
| | Odchylenie standardowe | 0,88 | 1,19 | 1,23 | 1,24 | 1,03 | 1,42 | 1,35 | 1,12 | 1,57 | 1,50 | 1,42 | 1,30 |
| Razem | Dźwignia finansowa - średnia | 1,48 | 1,57 | 1,60 | 1,54 | 1,49 | 1,60 | 1,60 | 1,49 | 1,64 | 1,75 | 1,82 | 1,61 |
| | Liczebność próby | 69 | 71 | 74 | 74 | 85 | 91 | 94 | 97 | 94 | 99 | 104 | 952 |
| | Odchylenie standardowe | 1,07 | 1,10 | 1,09 | 1,09 | 0,94 | 1,22 | 1,18 | 1,01 | 1,35 | 1,30 | 1,35 | 1,17 |

Źródło: Obliczenia własne w oparciu o dane Thompson Financial

Tabela 10. Kraje Europy Śr.-Wsch.

| | | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | Ogółem |
|--------------|------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------|
| Czechy | Dźwignia finansowa - średnia | | | | | | | | | 0,82 | 1,01 | 0,93 |
| | Liczebność próby | | | | | | | | | 2 | 3 | 5 |
| | Odchylenie standardowe | | | | | | | | | 0,19 | 0,62 | 0,46 |
| Węgry | Dźwignia finansowa - średnia | 1,48 | 0,98 | 0,84 | 0,62 | 0,75 | 0,74 | 0,79 | 0,79 | 0,99 | 0,77 | 0,83 |
| | Liczebność próby | 4 | 9 | 10 | 10 | 10 | 10 | 11 | 11 | 13 | 17 | 105 |
| | Odchylenie standardowe | 1,99 | 0,77 | 0,54 | 0,42 | 0,58 | 0,60 | 0,60 | 0,64 | 0,80 | 0,50 | 0,69 |
| Polska | Dźwignia finansowa - średnia | 1,18 | 1,13 | 0,99 | 0,82 | 0,92 | 1,11 | 1,02 | 1,31 | 0,76 | 0,88 | 1,01 |
| | Liczebność próby | 12 | 14 | 16 | 15 | 16 | 18 | 21 | 21 | 20 | 19 | 172 |
| | Odchylenie standardowe | 2,29 | 1,98 | 1,08 | 0,92 | 1,27 | 1,43 | 1,16 | 1,78 | 0,69 | 0,87 | 1,36 |
| Słowacja | Dźwignia finansowa - średnia | | | | | | | | | 1,46 | 0,91 | 1,18 |
| | Liczebność próby | | | | | | | | | 4 | 4 | 8 |
| | Odchylenie standardowe | | | | | | | | | 0,51 | 0,44 | 0,53 |
| Razem | Dźwignia finansowa - średnia | 1,26 | 1,07 | 0,93 | 0,74 | 0,85 | 0,98 | 0,94 | 1,13 | 0,91 | 0,85 | 0,95 |
| | Liczebność próby | 16 | 23 | 26 | 25 | 26 | 28 | 32 | 32 | 39 | 43 | 290 |
| | Odchylenie standardowe | 2,16 | 1,60 | 0,90 | 0,76 | 1,04 | 1,20 | 1,00 | 1,50 | 0,71 | 0,68 | 1,13 |

Źródło: Obliczenia własne w oparciu o dane Thompson Financial

Tabela 11. Kraje Ameryki Łacińskiej

| | | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | Ogółem |
|---|------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------|
| Argentyna | Dźwignia finansowa - średnia | | | | 1,20 | 1,17 | 1,17 | 1,03 | 0,93 | 1,34 | 1,56 | 1,22 |
| | Liczebność próby | | | | 6 | 10 | 13 | 15 | 18 | 22 | 20 | 106 |
| | Odchylenie standardowe | | | | 0,71 | 0,85 | 0,96 | 0,86 | 0,69 | 1,54 | 2,13 | 1,31 |
| Brazylia | Dźwignia finansowa - średnia | | | | | 1,22 | 1,69 | 1,81 | 1,96 | 1,88 | 2,17 | 1,82 |
| | Liczebność próby | | | | | 43 | 59 | 59 | 60 | 56 | 59 | 336 |
| | Odchylenie standardowe | | | | | 1,23 | 1,64 | 1,73 | 1,97 | 1,43 | 2,04 | 1,73 |
| Chile | Dźwignia finansowa - średnia | | | | 0,72 | 0,60 | 0,72 | 0,74 | 0,71 | 0,75 | 0,77 | 0,73 |
| | Liczebność próby | | | | 10 | 14 | 18 | 19 | 26 | 30 | 31 | 148 |
| | Odchylenie standardowe | | | | 0,55 | 0,47 | 0,43 | 0,37 | 0,38 | 0,43 | 0,54 | 0,45 |
| Kolumbia | Dźwignia finansowa - średnia | | | | 0,41 | 0,64 | 0,50 | 0,52 | 0,61 | 0,91 | 0,97 | 0,67 |
| | Liczebność próby | | | | 4 | 6 | 9 | 10 | 10 | 10 | 9 | 58 |
| | Odchylenie standardowe | | | | 0,28 | 0,69 | 0,33 | 0,39 | 0,48 | 0,82 | 0,87 | 0,61 |
| Meksyk | Dźwignia finansowa - średnia | 0,91 | 1,30 | 1,29 | 1,36 | 1,34 | 1,24 | 1,24 | 1,49 | 1,24 | 1,84 | 1,39 |
| | Liczebność próby | 3 | 4 | 4 | 29 | 35 | 36 | 37 | 39 | 39 | 38 | 265 |
| | Odchylenie standardowe | 0,34 | 0,44 | 0,46 | 0,84 | 0,93 | 0,90 | 0,90 | 1,54 | 0,94 | 1,62 | 1,14 |
| Peru | Dźwignia finansowa - średnia | | | | 0,65 | 0,64 | 0,50 | 0,50 | 0,78 | 0,77 | 0,78 | 0,66 |
| | Liczebność próby | | | | 4 | 5 | 7 | 7 | 7 | 7 | 8 | 45 |
| | Odchylenie standardowe | | | | 0,29 | 0,42 | 0,10 | 0,21 | 0,44 | 0,38 | 0,42 | 0,34 |
| Wenezuela | Dźwignia finansowa - średnia | | | | 1,41 | 0,92 | 1,40 | 0,60 | 0,64 | 0,90 | 1,04 | 0,96 |
| | Liczebność próby | | | | 4 | 6 | 7 | 7 | 8 | 6 | 7 | 45 |
| | Odchylenie standardowe | | | | 1,13 | 0,56 | 2,08 | 0,33 | 0,44 | 0,87 | 1,28 | 1,08 |
| Razem | Dźwignia finansowa - średnia | 0,91 | 1,30 | 1,29 | 1,12 | 1,11 | 1,28 | 1,27 | 1,36 | 1,33 | 1,60 | 1,32 |
| | Liczebność próby | 3 | 4 | 4 | 57 | 119 | 149 | 154 | 168 | 170 | 172 | 1003 |
| | Odchylenie standardowe | 0,34 | 0,44 | 0,46 | 0,80 | 0,99 | 1,30 | 1,29 | 1,52 | 1,21 | 1,72 | 1,35 |
| Razem (tylko Chile, Kolum., Peru i Wenez.) | Dźwignia finansowa - średnia | | | | 0,77 | 0,68 | 0,75 | 0,63 | 0,69 | 0,80 | 0,84 | 0,74 |
| | Liczebność próby | | | | 22 | 31 | 41 | 43 | 51 | 53 | 55 | 296 |
| | Odchylenie standardowe | | | | 0,66 | 0,52 | 0,92 | 0,35 | 0,41 | 0,56 | 0,70 | 0,61 |

Źródło: Obliczenia własne w oparciu o dane Thompson Financial

Tabela 12. Kraje Azji Płd.-Wsch.

| | | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | Ogółem |
|--------------|------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------|
| Indonezja | Dźwignia finansowa - średnia | | 1,02 | 1,54 | 1,37 | 1,09 | 1,35 | 1,45 | 2,63 | 3,10 | 2,29 | 1,98 | 1,82 |
| | Liczebność próby | | 12 | 92 | 99 | 106 | 113 | 115 | 104 | 88 | 86 | 77 | 892 |
| | Odchylenie standardowe | | 0,58 | 1,54 | 1,22 | 0,79 | 1,00 | 1,02 | 1,93 | 2,47 | 2,11 | 2,03 | 1,72 |
| Malezja | Dźwignia finansowa - średnia | 0,97 | 1,02 | 0,96 | 1,10 | 1,09 | 1,24 | 1,19 | 1,26 | 1,28 | 1,25 | 1,23 | 1,18 |
| | Liczebność próby | 116 | 135 | 150 | 185 | 224 | 256 | 295 | 316 | 314 | 319 | 324 | 2634 |
| | Odchylenie standardowe | 0,90 | 1,07 | 0,87 | 1,19 | 1,01 | 1,25 | 1,20 | 1,18 | 1,35 | 1,56 | 1,52 | 1,27 |
| Filipiny | Dźwignia finansowa - średnia | | | 1,81 | 1,75 | 1,31 | 1,13 | 1,36 | 1,56 | 1,28 | 1,15 | 1,02 | 1,32 |
| | Liczebność próby | | | 13 | 19 | 20 | 30 | 41 | 47 | 44 | 43 | 41 | 298 |
| | Odchylenie standardowe | | | 1,67 | 1,89 | 1,43 | 1,44 | 1,53 | 1,83 | 1,37 | 0,95 | 0,73 | 1,42 |
| Tajlandia | Dźwignia finansowa - średnia | 1,31 | 1,21 | 1,23 | 1,27 | 1,32 | 1,46 | 1,59 | 2,19 | 1,78 | 1,73 | 1,52 | 1,52 |
| | Liczebność próby | 104 | 125 | 134 | 163 | 178 | 180 | 182 | 152 | 151 | 149 | 150 | 1668 |
| | Odchylenie standardowe | 1,40 | 1,23 | 1,17 | 1,13 | 1,08 | 1,12 | 1,16 | 1,94 | 1,80 | 1,93 | 1,72 | 1,47 |
| Razem | Dźwignia finansowa - średnia | 1,13 | 1,11 | 1,22 | 1,24 | 1,18 | 1,32 | 1,37 | 1,74 | 1,67 | 1,51 | 1,38 | 1,39 |
| | Liczebność próby | 220 | 272 | 389 | 466 | 528 | 579 | 633 | 619 | 597 | 597 | 592 | 5492 |
| | Odchylenie standardowe | 1,17 | 1,13 | 1,21 | 1,22 | 1,02 | 1,18 | 1,19 | 1,68 | 1,79 | 1,75 | 1,62 | 1,44 |

Źródło: Obliczenia własne w oparciu o dane Thompson Financial

9. Refernces

“International Financial Statistics. Yearbook 2001”, International Monetary Fund, Washington D.C., 2002.

“Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej”, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa, 2000, 2001, 2002.

Barro, Robert; Sala-i-Martin, Xavier "Economic Growth", McGraw-Hill, New York, 1995.

Beck, Thorsten; Levine, Ross “Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence”, National Bureau of Economic Research, Working Paper 9082, lipiec 2002

Bisignano, Joseph “Searching for Schumpeter: The financial sector and economic growth in industrial countries”, paper prepared for the East-West Conference 2001, “Convergence and Divergence in Europe”, organized by the Oesterreichische Nationalbank, 5-6 November, Vienna; Bank for International Settlements, październik

2001. Dolar, Veronika; Meh, Césaire “Financial Structure and Economic Growth: A Non-Technical Survey”, Bank of Canada, Working Paper 2002-24, wrzesień 2002.

Cohen, Ruben D. “An Analytical Process for Generating the WACC Curve and Locating the Optimal Capital Structure”, Wilmott Technical Article, opublikowane na wilmott.com w lipcu 2002.

Filer, Randall K.; Hanousek, Jan; Campos, Nauro F. “Do Stock Markets Promote Economic Growth?”, CERGE-EI, Working Paper 267, wrzesień 1999.

Fry, Maxwell "Money, Interest and Banking in Economic Development", The Johns Hopkins University Press, Baltimore and London, 2nd edition, 1995.

Greene, William H. “Econometric Analysis”, Prentice Hall International, Inc., 4th edition, 2000.

Kawalec, S.; Kluza, K (2001) "Challenges of Financial System Development in Transition Economies" w "Financial Transition in Europe and Central Asia" red. Lajos Bokros, Alexander Fleming, Cari Votava, The World Bank, Washington D.C., 2001.

Levine, Ross “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, Journal of Economic Literature, vol. 35, czerwiec 1997.

Rama, Martin "Empirical Investment Equations in Developing Countries", Pre Working Paper WPS 563, The World Bank, Washington D.C., 1990

Stulz, René "Does Financial Structure Matter for Economic Growth? A Corporate Finance Perspective", paper prepared for the 1999 ABCD World Bank Conference, Washington D.C., wersja: 24 styczeń 2000