

Finansjalizacja a problem upadłości przedsiębiorstw

Paweł Dec*

Wprowadzenie

Warunki funkcjonowania przedsiębiorstw zarówno w skali krajowej, jak i międzynarodowej nieustannie się zmieniają, a dodając jeszcze przy tym mnogość i ekspansję coraz to nowych usług finansowych, można odnieść wrażenie, że problem upadłości firm został opanowany. Tymczasem statystyka międzynarodowa w tym zakresie dostarcza zgoła odmiennych danych [Dec, 2016]. Przedsiębiorcy w dalszym ciągu spotykają się zarówno z barierą finansowania działalności, jak i nieprzejrzystością oraz mankamentami w działaniu regulacji upadłościowych. Jest to o tyle zastanawiające, gdyż potencjał rozwoju różnego rodzaju usług finansowych, a także samych instytucji i firm prowadzących taką działalność wskazywałby na możliwość szybkiego i elastycznego dostosowania się tego rynku do oczekiwań jego klientów.

W niniejszym artykule będzie weryfikowana hipoteza mówiąca, że zjawisko postępującej finansjalizacji ma niewielki wpływ na zmniejszenie problemu upadłości przedsiębiorstw. W tym celu zostaną przeprowadzone studia z literatury przedmiotu oraz pogłębione analizy ilościowe.

1. Przegląd literatury

Zjawiskorozwojusferyfinansowejwdziałalnościprzedsiębiorstw, aszerzejfunkcjonowaniu gospodarek krajowych jest wydawałoby się znanym procesem i nie budzącym zbędnych wątpliwości. Tymczasem okazuje się, że samo poprawne zdefiniowanie tego zjawiska może nastarczać pewnych problemów. Ogólnie rzecz biorąc finansjalizację można określić jako rosnące znaczenie rynków finansowych, różnego rodzaju instytucji finansowych, elit finansowych, ale także celów i motywów finansowych, w operacjach dokonywanych w ramach działalności danej gospodarki i jej instytucji zarządzających, zarówno na poziomie krajowym, jak i międzynarodowym. [Epstein, 2001] Według innych autorów finansjalizacja (lub inaczej określana finansjeryzacja) odnosi się głównie do wzrostu wagi finansów, rynków finansowych i instytucji finansowych w kontekście funkcjonowania całej gospodarki. [Davis, Ross, 2015] Celowe wydaje się zaproponowanie nowej definicji finansjalizacji, która uwzględniałaby obecne realia gospodarcze na świecie. Zatem finansjalizacja jest to utrzymywanie dominującej roli przez sektor finansowy w gospodarce, zarówno w kontekście globalnym, jak i krajowym.

* dr Paweł Dec, Instytut Finansów Korporacji i Inwestycji, SGH

Co istotne finansjalizacja przekształca funkcjonowanie systemu gospodarczego zarówno na poziomie makroekonomicznym, jak i mikroekonomicznym [Palley, 2007].

Zważywszy na fakt wzrostu znaczenia sektora finansowego w ostatnim okresie, bardzo istotnie wzrosła rola i siła inwestorów finansowych w kształtowaniu ładu korporacyjnego w firmach. [Azkunaga, San-Jose, 2013] Niejednokrotnie to właśnie inwestorzy finansowi mają kluczowy głos w podejmowaniu strategicznych decyzji w przedsiębiorstwach. Takie decyzje siłą rzeczy zabezpieczają interesy i są bardziej korzystne dla tych inwestorów niż dla pozostałych udziałowców, a nierzadko nawet samej firmy.

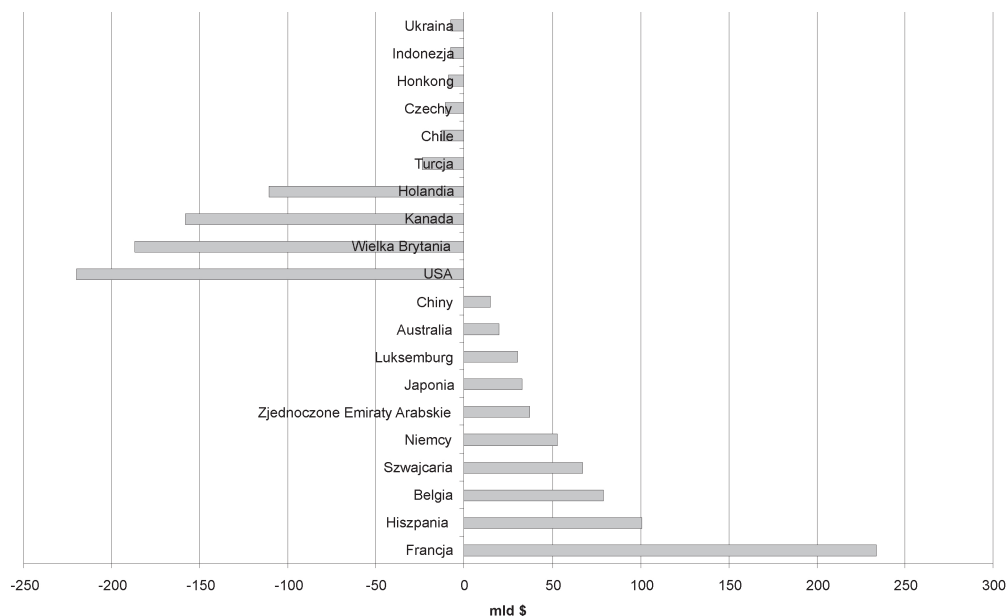
Ocena procesu finansjalizacji jest w literaturze złożona i niejednoznaczna oraz przysparza wielu wątpliwości. Również sam poziom rozwoju tego zjawiska jest różny w poszczególnych państwach. Podobnie zresztą było w przypadku procesów globalizacyjnych. Badania i praktyka gospodarcza dowodzą, że poziom finansjalizacji jest istotnie większy w wybranych krajach europejskich należących do G-7 (zwłaszcza w Wielkiej Brytanii) niż w państwach Centralnej i Wschodniej Europy. [Gołębiowski i in., 2013] Co więcej zjawisko to wydawałoby się powinno sprzyjać zwiększaniu się tempa realnego wzrostu gospodarczego, a tymczasem obserwowana jest tendencja jego spowolnienia na świecie. [Palley, 2007] Dodatkowo w przeszłości występowały oznaki zwiększonej niestabilności finansowej, czego oznaką na arenie międzynarodowej były niewątpliwie zjawiska kryzysowe z lat 90-tych czy początku minionej dekady, a już najbardziej widoczne było to podczas ostatniego kryzysu sub-prime z lat 2007-2008. Kwestia potencjalnych związków pomiędzy procesem finansjalizacji a występowaniem kryzysów gospodarczych badana była między innymi przez J.P. Mateo. [2015] O finansjalizacji, jako o zjawisku, które było podłożem ostatniego kryzysu pisze również E. Caverzasi [2014]. Z kolei D. Tomaskovic-Devey, K.H. Li, N.P. Meyers [2015] w swoich badaniach wprost stwierdzili, że finansjalizacja sektora niefinansowego zmniejsza ogólny wzrost gospodarczy.

2. Wymiar ilościowy finansjalizacji – wybiórcze ujęcie z perspektywy przedsiębiorstwa

Wielkie transakcje dotyczące przejmowania różnych firm na świecie, a tym samym zmiany ich kontroli właścicielskiej już od dawna nie są niczym nadzwyczajnym. Przepływy transgranicznych przejęć dowodzą, jak wiele krajów jest praktycznie zależnych od zewnętrznych kapitałów. Z danych Bloomberg Financial (wykres 1) wynika, że w badanym okresie Francja osiągnęła największy zysk netto w przejmowaniu zagranicznych firm (234 mld USD), a z drugiej strony Stany Zjednoczone odnotowały w tym zakresie największą stratę netto wynoszącą - 220 mld dolarów.

Wielkie globalne firmy są obecnie nie tylko pełnoprawnym uczestnikiem światowej gospodarki, ale nierzadko są wręcz jej kreatorami. Nie może bowiem być inaczej, kiedy często przychody takich podmiotów przekraczają wielkość produktu krajowego brutto wielu państw na świecie. Chociażby gigant stalowy Arcelor Mittal, którego obroty roczne stanowią aż 161% PKB Luksemburga, w którym ta firma jest zarejestrowana (pierwsze miejsce pod

■ **Wykres 1.** Wartość netto transakcji o wartości powyżej 1 miliarda dolarów w latach 2000-2008



Źródło: Opracowanie własne na podstawie K. Smith, Utrata właścicielskiej kontroli, Harvard Business Review, wrzesień 2009, s. 29.

tym względem na świecie w 2011 roku).¹ Z zestawienia opracowanego przez czasopismo The Economist na podstawie badań przeprowadzonych przez Badawczy Instytut Fińskiej Gospodarki, wynika także, że firma Essar Energy miała przychody wynoszące 132% PKB Mauritiusa, gdzie jest zarejestrowana, a zajmujący trzecie miejsce Shell wykazywał obroty sięgające 56% PKB holenderskiej gospodarki. Na dalszych miejscach był China Mobil – obroty wynoszące 34% PKB Chin), koncern Glencore – obroty wynoszące 29% PKB Szwajcarii, potem Statoil - 24% PKB Norwegii, firma PTT (23% PKB Tajlandii), Hon Ha (23% PKB Tajwanu), Nokia (20% PKB Finlandii), a na 10 miejscu MOL Group (19% PKB Węgier). Tymczasem przychody banku PKO BP w 2014 roku stanowiły zaledwie niecały 1% PKB Polski.

Wpływ finansjalizacji na rozwój przedsiębiorstw można również rozpatrywać w kontekście ilościowej analizy udzielanych kredytów dla tych podmiotów na świecie (tabela 1). Wynika z niej, że w przypadku kilku państw obserwowany jest wysoki wskaźnik bankowych kredytów zagrożonych do kredytów ogółem, chociażby w Grecji (wskaźnik prawie 45%), Grecji -34%, Irlandii - 21% Chorwacji, Bułgarii i Włoch – po ok. 17%. Tymczasem średnia dla świata wynosi w tym zakresie niewiele ponad 4%. Dowodzi to zatem na istnienie pewnego problemu, który z pewnością wymaga nie tylko rozwiązania, ale również obserwacji w kolejnych latach.

¹ Koncerny większe niż PKB kraju, Rzeczpospolita, 27.08.2012, www.rp.pl, dostęp 31.03.2016

Innym wskaźnikiem obrazującym stopień finansjalizacji jest również ten mówiący o liczbie przedsiębiorców korzystających z finansowania kapitału pracującego poprzez banki. I tak na przykład w Irlandii prawie połowa przedsiębiorców wykorzystuje właśnie takie źródło kapitału.

■ **Tabela 1.** Wskaźniki bankowe w wybranych państwach na świecie w 2014 roku

| Państwo | Stosunek bankowych kredytów zagrożonych do kredytów ogółem brutto (%) | Przedsiębiorstwa korzystające z finansowania kapitału pracującego poprzez banki (% przedsiębiorstw) | Krajowe kredyty bankowe dla sektora prywatnego (% PKB) |
|-----------------|---|---|--|
| | 2014 r. | 2014 r. | 2014 r. |
| Austria | 3.5 | .. | .. |
| Belgia | 4.4 | .. | .. |
| Bułgaria | 16.7 | 42,3 | 60 |
| Chorwacja | 16.7 | 38,3 | 69 |
| Cypr | 44.9 | .. | .. |
| Czechy | 5.6 | 45,5 | 50 |
| Dania | 4.4 | .. | 179 |
| Estonia | 1.4 | 23,6 | .. |
| Finlandia | 0.5 | .. | .. |
| Francja | 4.2 | .. | .. |
| Niemcy | 2.3 | 42,2 | .. |
| Grecja | 33.8 | 26,3 | .. |
| Węgry | 15.6 | 25,3 | 43 |
| Islandia | 4.3 | .. | 99 |
| Irlandia | 20.7 | 46,1 | .. |
| Włochy | 17.3 | .. | .. |
| Łotwa | 4.6 | 11,1 | .. |
| Luksemburg | 0.2 | .. | .. |
| Holandia | 3.1 | .. | .. |
| Norwegia | 1.1 | .. | .. |
| Polska | 4.8 | 32,7 | 52 |
| Portugalia | 11.9 | 20,3 | .. |
| Rumunia | 13.9 | 41,3 | 31 |
| Słowacja | 5.3 | 40,2 | .. |
| Słowenia | 11.7 | 36,3 | .. |
| Hiszpania | 8.5 | 35,8 | .. |
| Szwecja | 1.2 | 26,6 | 132 |
| Szwajcaria | 0.7 | .. | .. |
| Turcja | 2.7 | 42,4 | 70 |
| Wielka Brytania | 1.8 | .. | .. |
| USA | 1.9 | .. | .. |
| Świat | 4.2 | .. | .. |

Źródło: World Development Indicators 2015, Bank Światowy, <http://data.worldbank.org/>, dostęp 12.09.2016.

Podobnie wysokie wskaźniki (powyżej 40%) są w takich państwach jak: Turcja, Słowacja, Rumunia, Niemcy, Czechy czy Bułgaria. Na drugim biegunie jest natomiast Łotwa, gdzie w 2014 roku zaledwie niewiele ponad 10% przedsiębiorców korzystało z finansowania kapitału pracującego poprzez kredyty bankowe. Polska pod tym względem plasuje się w górnej stawce z wskaźnikiem wynoszącym prawie 33%. Oczywiście wskaźnik ten można również rozpatrywać w kategorii dostępności innych źródeł kapitału (jak chociażby własne, faktoring czy kredyty kupieckie). Analizując dostępne dane na temat wielkości kredytów bankowych dla sektora prywatnego (jako % PKB) w wybranych państwach można stwierdzić, że w Dani i Szwecji zdecydowanie przekracza ona 100% PKB, co wskazuje na silne uzależnienie tamtejszych przedsiębiorców od finansowania bankowego. W Polsce wskaźnik ten wynosi ponad 50% i choć jest jednym z niższych w porównaniu do innych państw, to obrazuje on mimo wszystko dość duże zaangażowanie banków w kredytowaniu sektora prywatnego.

3. Upadłość przedsiębiorstw a zjawisko finansjalizacji

Rosnące znaczenie instytucji i podmiotów z sektora finansowego na świecie można rozpatrywać w kontekście liczby upadłości przedsiębiorstw. Jest to o tyle istotne, gdyż niepowodzenia biznesowe i bankructwa firm są na stałe wpisane w funkcjonowanie większości krajowych gospodarek. W poniższej tabeli przedstawiono wybrane wielkości upadłości przedsiębiorstw w kilkudziesięciu krajach na świecie.

■ **Tabela 2.** Liczba upadłości przedsiębiorstw w wybranych krajach europejskich w latach 2008-2013

| Kraj | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|------------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| Belgia | 17,549 | 19,242 | 17,936 | 12,082 | 13,449 | 11,700 |
| Bułgaria | 35,442 | 25,772 | 25,650 | 39,183 | 38,749 | 38,680 |
| Czechy | 68,910 | 76,631 | 86,820 | 90,426 | 118,658 | 96,503* |
| Dania | bd | 26,305 | 23,671 | 22,987 | 24,661 | 27,144 |
| Niemcy | bd | 261,297 | 253,123 | 255,206 | 254,009 | 237,509* |
| Estonia | 9,853 | 10,621 | 7,065 | 6,064 | 6,225 | 7,586* |
| Irlandia | 19,530 | 24,511 | 16,116 | 18,076 | 10,493* | bd |
| Hiszpania | 310,598 | 305,446 | 280,762 | 289,980 | 294,961 | 280,668* |
| Francja | 206,556 | 212,502 | 202,274 | 193,351 | 171,433* | 168,030* |
| Chorwacja | bd | bd | 23,096 | 17,426 | 17,449 | 32,390* |
| Włochy | 283,273 | 242,980 | 257,983 | 272,778 | 320,511* | 333,305* |
| Cypr | 1,408 | 2,197 | 3,745 | 5,069 | 4,577 | 5,508* |
| Łotwa | 10,803 | 11,899 | 9,018 | 10,766 | 12,300 | 4,456* |
| Litwa | 40,837 | 26,068 | 20,417 | 18,927 | 27,411* | 12,484* |
| Luksemburg | 2,006 | 1,962 | 2,062 | 2,164 | 2,133 | 2,272* |
| Węgry | 62,193 | 53,950 | 62,408 | 77,958 | 87,042* | 95,604* |

| | | | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------------------|----------|----------|
| Malta | bd | bd | 944 | 2,700 | 644 | 1,162* |
| Holandia | 58,700 | 48,153 | 63,431 | 77,597 | 91,885 | 87,538* |
| Austria | 23,813 | 25,487 | 29,551 | 30,399 | 31,504 | 31,821* |
| Polska | 165,216 | 206,614 | 207,003 | 224,670 | 244,054* | bd |
| Portugalia | 148,198 | 149,578 | 137,331 | 138,518 | 147,299* | 136,981 |
| Rumunia | 53,150 | 103,067 | 91,085 | 48,122 ^P | 82,293* | 105,090* |
| Słowenia | 7,522 | 8,890 | 10,507 | 10,353 | 11,615 | 10,338* |
| Słowacja | 39,358 | 38,351 | 26,882 | 59,767 | 49,468* | 39,866* |
| Finlandia | 21,846 | 23,808 | 24,470 | bd | 17,800* | 18,165* |
| Szwecja | 37,430 | 40,295 | 40,112 | 37,342 | 53,723 | 48,641* |
| Wielka Brytania | 253,760 | 298,510 | 224,360 | 204,750 | 222,555 | 213,770* |
| Norwegia | 18,570 | 17,099 | 16,180 | 11,824 | 13,563* | 12,737* |
| Turcja | bd | 302,009 | 338,277 | bd | bd | bd |

* wartość szacowana

Źródło: Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, dostęp 07.10.2016.

■ **Tabela 3.** Długość trwania postępowania upadłościowego w wybranych państwach w latach 2003–2015

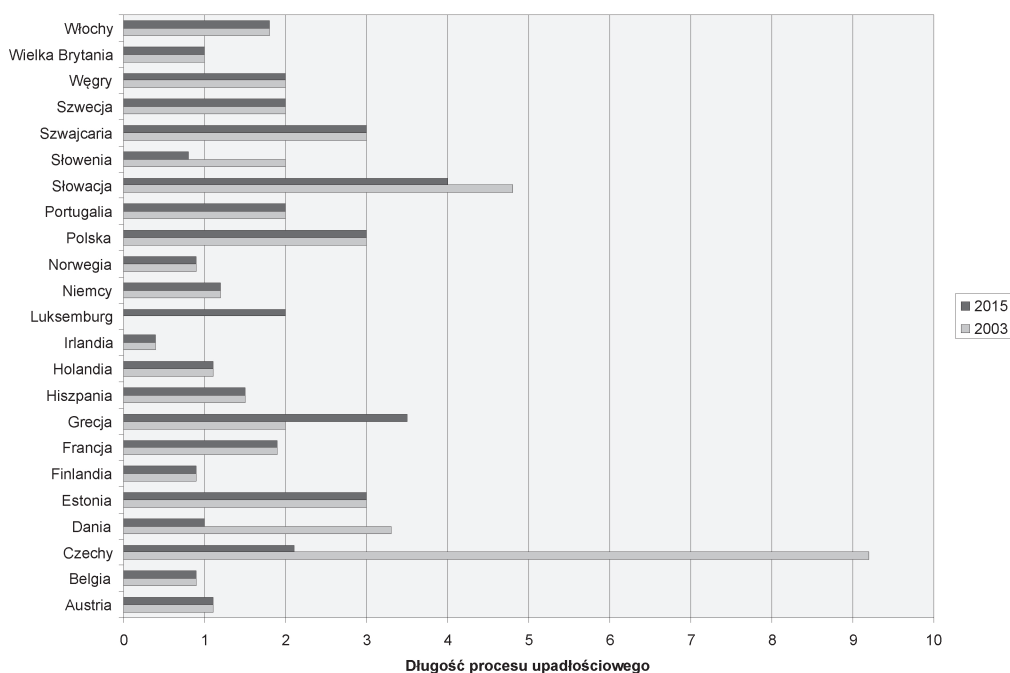
| Państwo | Długość trwania postępowania upadłościowego w latach | | | | | | | | | | | | |
|-----------------|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| Austria | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 |
| Belgia | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |
| Czechy | 9,2 | 9,2 | 9,2 | 9,2 | 6,5 | 6,5 | 6,5 | 3,2 | 3,2 | 3,2 | 2,1 | 2,1 | 2,1 |
| Dania | 3,3 | 3,3 | 3,3 | 3 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Estonia | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| Finlandia | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |
| Francja | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,9 |
| Grecja | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| Hiszpania | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 |
| Holandia | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 |
| Irlandia | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Luksemburg | .. | .. | .. | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Niemcy | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| Norwegia | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |
| Polska | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| Portugalia | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Słowacja | 4,8 | 4,8 | 4,8 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| Słowenia | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 0,8 |
| Szwajcaria | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| Szwecja | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Węgry | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Wielka Brytania | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Włochy | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego, <http://data.worldbank.org/>, dostęp 12.10.2016.

O ile wielkości upadłości firm w poszczególnych krajach są dość zróżnicowane (i trudno doszukiwać się tam jakiś stałych tendencji) to porównując dane dotyczące długości trwania postępowania upadłościowego (tabela 3) można stwierdzić, że praktycznie od wielu lat są one (poza wyjątkami) na niezmiennym poziomie.

Dokładnie zostało to zobrazowane na poniższym wykresie. W Czechach i na Słowacji długość postępowania sądowego dotyczącego upadłości została jedynie mocno skrócona, dzięki zmianom w przepisach prawnych. Z kolei w Grecji wydłużyła się ona znacznie, z uwagi na dramatycznie pogarszającą się w ostatnich latach sytuację gospodarczą w tym kraju.

■ **Wykres 2.** Porównanie długości procesu upadłościowego w latach 2003-2015 w poszczególnych krajach



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego, <http://data.worldbank.org/>, dostęp 12.09.2016.

Uzupełniającym wskaźnikiem, który przedstawia efekty toczących się postępowań upadłościowych przedsiębiorstw, jest wskaźnik odzyskania zaangażowanych tam przez wierzycieli środków (recovery rate). Liczony jest on jako procent centów odzyskanych z jednego dolara amerykańskiego. Analiza takiego wskaźnika pozwala na ocenę, czy zarówno obowiązujące w danej chwili przepisy prawa, jak też i sprawność funkcjonowania organów sądowniczych przyczynia się do zwiększania wielkości odzyskiwanych przez wierzycieli środków. Wydawałoby się bowiem, że w epoce nieustannego rozwoju rynków finansowych, usług finansowych, ale również i samej kontroli finansowej czy podatkowej, wzrost taki powinien być bezdyskusyjny.

■ **Tabela 4.** Wartości wskaźnika odzyskania w wybranych państwach europejskich w latach 2003-2015.

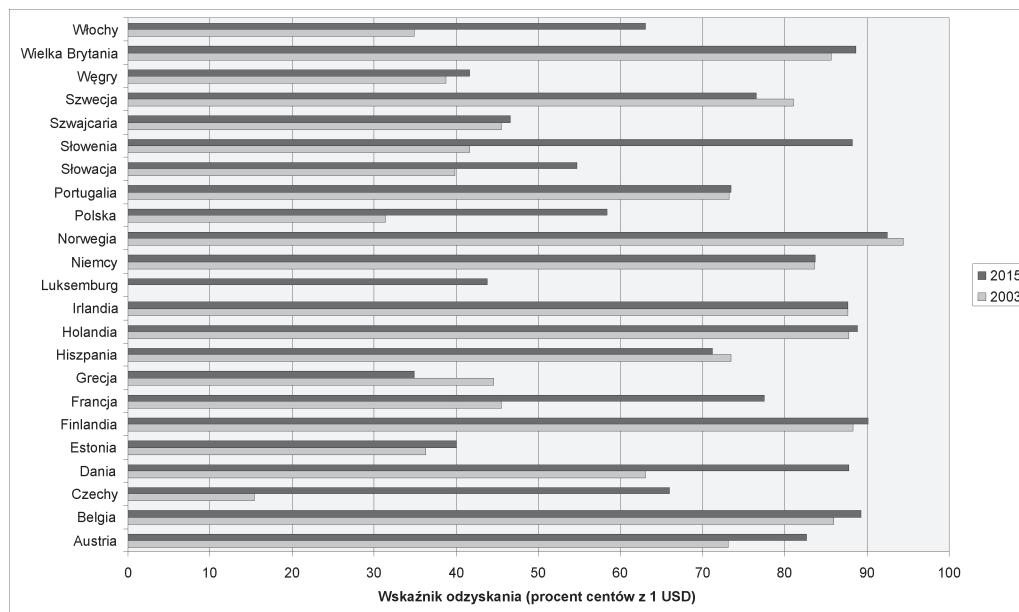
| Państwo | Wskaźnik odzyskania (procent centów z 1 USD) | | | | | | | | | | | | |
|-----------------|--|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| Austria | 73,1 | 72,35 | 73,3 | 73,7 | 72,4 | 71,5 | 71,5 | 73,1 | 72,7 | 83,3 | 82,4 | 82,6 | 82,7 |
| Belgia | 86 | 86,5 | 86,6 | 86,4 | 85,5 | 86,3 | 86,3 | 87,6 | 87,3 | 88,7 | 89 | 89,1 | 89,3 |
| Czechy | 15,4 | 16,8 | 17,8 | 18,5 | 21,3 | 20,9 | 20,9 | 55,9 | 56 | 56,3 | 65 | 65,6 | 66 |
| Dania | 63,1 | 63,1 | 67,2 | 70,5 | 87 | 86,5 | 86,5 | 89,4 | 87,3 | 87,1 | 87 | 87,5 | 87,8 |
| Estonia | 36,3 | 39,2 | 39 | 39,9 | 39,1 | 37,5 | 37,5 | 35,5 | 36,9 | 38,5 | 38,9 | 39,3 | 40 |
| Finlandia | 88,3 | 88 | 89 | 89,1 | 88,2 | 87,3 | 87,3 | 89,4 | 89,1 | 89,7 | 90,2 | 90,2 | 90,1 |
| Francja | 45,5 | 45,5 | 47,5 | 47,8 | 47,2 | 44,5 | 44,5 | 45 | 45,6 | 48,2 | 48,2 | 77,2 | 77,5 |
| Grecja | 44,5 | 44,7 | 45,9 | 46,3 | 44,8 | 44,2 | 44,2 | 43,2 | 41,8 | 40,9 | 34 | 34,3 | 34,9 |
| Hiszpania | 73,5 | 73,2 | 74,1 | 73,8 | 72,8 | 67,6 | 67,6 | 70,5 | 75,6 | 76,5 | 72,3 | 71,3 | 71,2 |
| Holandia | 87,8 | 88,2 | 88,4 | 88,2 | 87,1 | 83,2 | 83,2 | 82,5 | 88 | 89,2 | 89,5 | 88,9 | 88,9 |
| Irlandia | 87,7 | 87,9 | 88 | 87,9 | 87,1 | 86,6 | 86,6 | 87,4 | 86,9 | 87,5 | 87,6 | 87,7 | 87,7 |
| Luksemburg | .. | .. | .. | 41,6 | 41,6 | 41,7 | 41,7 | 43,7 | 43,5 | 43,5 | 43,5 | 44 | 43,8 |
| Niemcy | 83,6 | 83,6 | 81,3 | 81,5 | 81,9 | 80,5 | 80,5 | 81,9 | 82,9 | 78,4 | 83,2 | 83,4 | 83,7 |
| Norwegia | 94,4 | 87,6 | 91,1 | 91,1 | 90,7 | 89 | 89 | 90,9 | 90,6 | 90,8 | 91,3 | 92,3 | 92,5 |
| Polska | 31,4 | 32,4 | 32,1 | 33,8 | 33,7 | 34,1 | 34,1 | 35,8 | 31,5 | 54,5 | 54,8 | 57 | 58,3 |
| Portugalia | 73,2 | 73,2 | 74,7 | 75 | 74 | 69,4 | 69,4 | 72,6 | 70,9 | 74,6 | 71,6 | 72,2 | 73,4 |
| Słowacja | 39,8 | 39,6 | 38,6 | 48,1 | 45,2 | 45,9 | 45,9 | 55,3 | 54,3 | 53,6 | 54,1 | 54,4 | 54,7 |
| Słowenia | 41,6 | 42,4 | 44 | 44,9 | 46,6 | 45,5 | 45,5 | 50,9 | 51,1 | 49,8 | 50,1 | 50,1 | 88,2 |
| Szwajcaria | 45,5 | 45,9 | 46 | 46,2 | 46,2 | 45,9 | 45,9 | 46,6 | 46,6 | 46,6 | 46,6 | 46,6 | 46,6 |
| Szwecja | 81 | 72,3 | 74,9 | 75,7 | 74,7 | 75,1 | 75,1 | 77,3 | 75,8 | 74,7 | 75,5 | 76,1 | 76,6 |
| Węgry | 38,8 | 37,9 | 35,7 | 39,7 | 38,4 | 38,4 | 38,4 | 37,9 | 39,2 | 38,8 | 38,3 | 40,2 | 41,7 |
| Wielka Brytania | 85,6 | 85,8 | 85,3 | 85,2 | 84,6 | 84,2 | 84,2 | 88,6 | 88,6 | 88,6 | 88,6 | 88,6 | 88,6 |
| Włochy | 34,9 | 63,2 | 63,6 | 62,5 | 61,8 | 56,6 | 56,6 | 58 | 61,1 | 63,4 | 62,7 | 62,8 | 63,1 |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego, <http://data.worldbank.org/>, dostęp 12.09.2016.

Porównując wielkości wskaźnika odzyskania w latach 2003 i 2015 można stwierdzić, że w większości badanych państw jego wielkość wzrosła. Jedynie w Grecji, Hiszpanii, Norwegii i Szwecji wystąpiła odwrotna sytuacja, ale rozpatrując przypadek chociażby Norwegii wskaźnik w dalszym ciągu pozostaje na bardzo wysokim poziomie i wyniósł w 2015 roku prawie 93%. Natomiast w Hiszpanii i Szwecji jest on powyżej 70%, w przeciwieństwie do Grecji, gdzie wynosi zaledwie niespełna 35%. Równie niskie wskaźniki osiągnęły w 2015 roku takie kraje jak Estonia (40%), Luksemburg (44%), Węgry (42 %). Polska w tej kategorii plasuje się poniżej średniej, gdyż wskaźnik wyniósł w 2015 roku niewiele ponad 58%. Jednakże porównując go z 2003 rokiem, to widoczny jest prawie dwukrotny jego wzrost. Obok Norwegii największy wskaźnik odzyskania w 2015 roku osiągnęły takie państwa jak: Finlandia (90%) Wielka Brytania, Holandia, Belgia (po ok. 89%), Słowenia, Irlandia (po ok. 88%).

Autor przeprowadził ponadto pogłębioną analizę związków pomiędzy liczbą upadłości przedsiębiorstw w poszczególnych krajach a wskaźnikami odzyskania. I tak w przypadku chociażby Hiszpanii korelacja pomiędzy zmianą w liczbie upadłości przedsiębiorstw a wskaźnikiem odzyskania w latach 2008-2013 wynosi -0,49. Występuje spadek liczby upadłości firm i jednocześnie mamy wzrost wartości wskaźnika odzyskania.

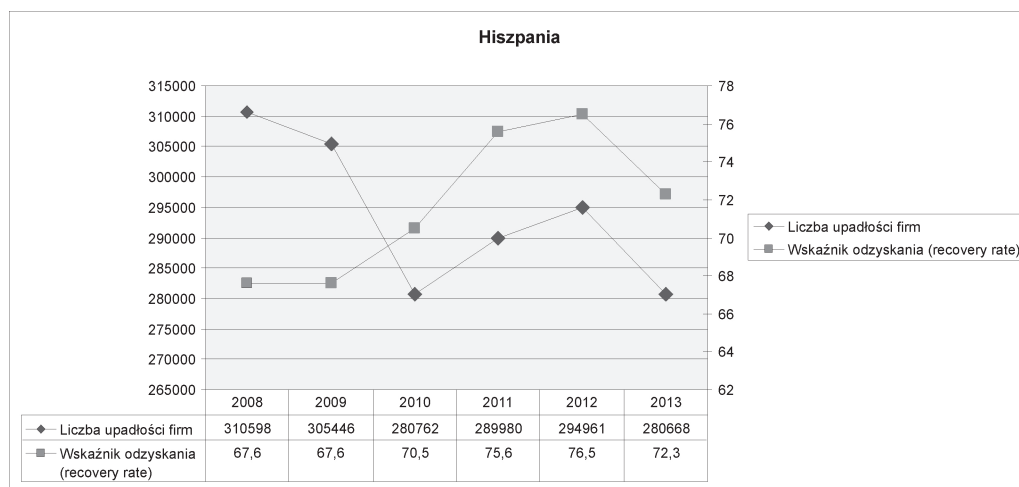
■ **Wykres 3.** Porównanie wskaźnika odzyskania w poszczególnych państwach europejskich w latach 2003-2015



Źródło: Opracowanie własne.

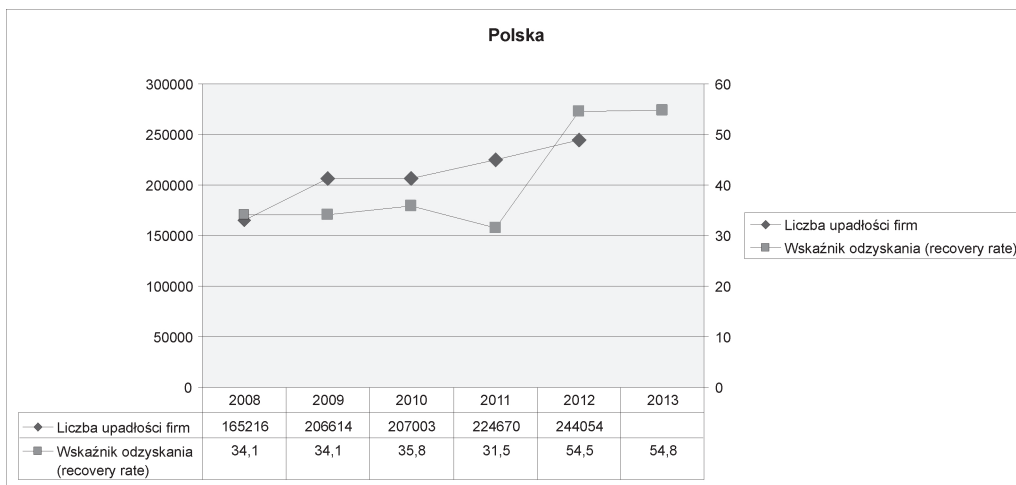
Natomiast w przypadku Polski korelacja pomiędzy zmianą w liczbie upadłości przedsiębiorstw a wskaźnikiem odzyskania w latach 2008-2013 wynosi 0,61. Zatem rosnąca liczba upadłości podmiotów gospodarczych na szczęście pociąga za sobą wzrost wartości wskaźnika odzyskania.

■ **Wykres 4.** Porównanie liczby upadłości firm i wskaźnika odzyskania w Hiszpanii w latach 2008-2013.



Źródło: Opracowanie własne.

■ **Wykres 5.** Porównanie liczby upadłości firm i wskaźnika odzyskania w Polsce w latach 2008-2013.



Źródło: Opracowanie własne.

W przypadku Wielkiej Brytanii i Irlandii, gdzie stwierdzono silną ujemną korelację, występuje spadek liczby upadłości firm z jednoczesnym wzrostem wskaźnika odzyskania. Z kolei we Włoszech i Holandii (dodatnie korelację) wzrost liczby upadłości jest w połączeniu ze wzrostem wskaźnika odzyskania. Oczywiście celowym byłoby dalsze badanie tych wskaźników z uwzględnieniem zmian jakościowych, takich jak chociażby zmiany w przepisach prawnych.

Podsumowanie

Rozwój sfery finansowej będzie postępował w dalszym ciągu i to w zasadzie tylko od regulatorów rynku zależeć będzie jego tempo czy skala. Mnogość dostępnych usług finansowych (zwłaszcza tych pojawiających się w sektorze FinTech) czy liczby podmiotów je świadczących nie przyczynia się jednak do istotnego ograniczania problemu bankructw a w następstwie upadłości przedsiębiorstw. Podobnie zupełnie nie widać poprawy w skracaniu długości postępowań upadłościowych w badanych krajach. Pewną pozytywną tendencją jest w zasadzie tylko wzrost wskaźników odzyskania środków pieniężnych zaangażowanych w działalność gospodarczą. Z jednej strony dowodzi to o wciąż niskiej efektywności prowadzonych postępowań upadłościowych w sądach, ale z drugiej strony wskazuje na pewien brak dopasowania usług finansowych i ubezpieczeniowych dla przedsiębiorców i inwestorów angażujących swoje środki w przedsięwzięcia obciążone ryzykiem bankructwa lub innymi kryzysowymi zdarzeniami losowymi. Postępująca finansjalizacja i rozwój sektora FinTech w naturalny sposób wymaga zmiany w podejściu do upadłości przedsiębiorstw. Coraz więcej nowych przedsięwzięć i projektów e-biznesu, nie tylko przecież kończy się sukcesem, ale odnotowywane są spektakularne porażki. Stąd też zachodzi konieczność prowadzenia dalszych badań w tym obszarze.

Bibliografia

1. Azkunaga J.A., Leire San-Jose, Urionabarrenetxea S., 2013, *The impact of financial globalization and financialization on the economy in the current crisis through banking corporate governance*, Contemporary Economics, Vol. 7, No. 3.
2. Caverzasi E., 2014, *Minsky and the Subprime Mortgage Crisis: The Financial Instability Hypothesis in the Era of Financialization*, Department of Economic and Social Sciences, Marche Polytechnic University, Ancona; University of Limerick April 28, Levy Economics Institute, Working Paper No. 796.
3. Davis G.F., Ross S.M., Kim S. 2015, *Financialization of the Economy*, Annual Review of Sociology, Vol. 41.
4. Dec P., 2016, *Demografia przedsiębiorstw - analiza ilościowa upadłości w Polsce i na świecie*, *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*, Nr 1, s.101-117.
5. Epstein, G., 2001, *Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy*, manuscript, Department of Economics, University of Massachusetts, Amherst, MA, December.
6. Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, data dostępu 07.10.2016
7. Gołębiowski G., Szczepankowski P., Wiśniewska D., 2015, *Financialization and Income Inequality in Selected European Countries, 2004-2013*, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2716978>, data dostępu, 15.09.2016.
8. James E., McLoughlin K., Rankin E., 2014, *Cross-border Capital Flows since the Global Financial Crisis*, Reserve Bank of Australia, Bulletin, June Quarter.
9. *Koncerny większe niż PKB kraju*, Rzeczpospolita, 27.08.2012, www.rp.pl
10. Mateo J.P., 2015, *La Financiarización Como Teoría De La Crisis En Perspectiva Histórica (Financialization as a Theory of Crisis in a Historical Perspective)*, Cuadernos de Economía, Vol. 34, No. 64., doi: 10.15446/cuad.econ.v34n64.45838, s. 23-44.
11. Palley T.I., 2007, *Financialization: What it is and why it matters*, Working Paper No. 525, The Levy Economics Institute, Economics for Democratic and Open Societies, Washington, D. CC, December.
12. Smith K., 2009, *Utrata właścicielskiej kontroli*, Harvard Business Review, wrzesień 2009.
13. Tomaskovic-Devey D., Li K.H. , Meyers N.P., 2015, *Did Financialization Reduce Economic Growth?*, March, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2571897.
14. World Development Indicators 2015, Bank Światowy, <http://data.worldbank.org/>, data dostępu 12.09.2016.

■ Streszczenie

Artykuł dotyczy problematyki upadłości przedsiębiorstw w kontekście intensywnego rozwoju sfery finansowej w działalności przedsiębiorstw, a w szerszym ujęciu funkcjonowaniu gospodarek krajowych. Warunki funkcjonowanie podmiotów gospodarczych zarówno w skali krajowej, jak i międzynarodowej nieustannie się zmieniają, na co niewątpliwie ma również wpływ bardzo szeroka oferta coraz to nowszych usług finansowych dedykowanych przedsiębiorcom. Tymczasem statystyka międzynarodowa dotycząca upadłości przedsiębiorstw nie wskazuje istotnego ograniczania tego zjawiska. Autor dowodzi, że przedsiębiorcy w dalszym ciągu spotykają się zarówno z barierą finansowania działalności, jak i nieprzejrzystością oraz mankamentami w działaniu regulacji upadłościowych. Jest to o tyle zastanawiające, gdyż potencjał rozwoju różnego rodzaju usług finansowych, a także samych instytucji i firm prowadzących taką działalność wskazywałby na możliwość szybkiego i elastycznego dostosowania się tego rynku do oczekiwań jego klientów. W artykule podjęto próby analizy wpływu postępującej finansjalizacji na zmniejszenie problemu upadłości przedsiębiorstw.

■ Summary

The article concerns the problems of business failure in the context of intensive development of the financial sphere of business activities, and, more broadly, the functioning of national economies. Conditions of functioning of economic entities, both nationally and internationally are constantly changing, which undoubtedly also affects a very wide range of newer and newer financial services dedicated to entrepreneurs. Meanwhile, international statistics on corporate bankruptcy does not show a significant reduced this phenomenon. The author proves that entrepreneurs continue to face both the barrier of financing, as well as opacity and shortcomings in the operation of bankruptcy regulations. While the potential for the development of various types of financial services, as well as the institutions themselves and the companies engaged in these activities would indicate the ability to quickly and flexibly adapt the market to the expectations of its customers. The article attempts to analyze the impact of ongoing financialisation reduce the problem of bankrupt companies.

Słowa kluczowe: finansjalizacja, finansjeryzacja, upadłość, bankructwo

Keywords: financiers, financialization, bankruptcy, bankruptcy

JEL Classifications: G33, F65, K22