

**Adam Samborski**

Katedra Rachunkowości i Finansów Przedsiębiorstw

Wydział Zamiejscowy w Chorzowie

Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu

## **Finansowanie inwestycji rzeczowych w warunkach destabilizacji sektora finansowego: doświadczenia japońskich przedsiębiorstw**

### **Wstęp**

Załamanie cen na rynku akcji i nieruchomości na początku lat 90. XX wieku zapoczątkowało w Japonii długoletni okres gospodarczej stagnacji. Destabilizacja sektora finansowego, w konsekwencji akumulacji złych kredytów w bankowości oraz spadku wartości będących w jego posiadaniu papierów wartościowych, doprowadziła do kryzysu płynności. Obraz gospodarki japońskiej tamtego okresu to jednak nie tylko problem złych aktywów czy bankructwa wielu przedsiębiorstw, to również okres intensywnej deregulacji rynku finansowego.

W obecnej sytuacji gospodarczej, w jakiej znalazł się świat, warto zadać sobie pytanie, jak dalece destabilizacja sektora finansowego może zmienić model finansowania przedsiębiorstw w gospodarce. W niniejszym tekście nie starano się jednak szukać podobieństw i różnic między sytuacją Japonii lat 90. a dzisiejszym kryzysem gospodarczym<sup>1</sup>. A to dlatego, iż dzisiejszy kryzys jest o wiele bardziej rozległy, a symptomy w każdym kraju, który został nim dotknięty, są różne. Nie starano się więc znaleźć wspólnego mianownika dla obu kryzysów. Celem opracowania jest raczej analiza sytuacji gospodarczej Japonii lat 90. minionego stulecia i jej konsekwencje dla finansowania inwestycji rzeczowych w sektorze przedsiębiorstw.

### **Podstawy metodologiczne podjętych analiz**

Przed przystąpieniem do oszacowania struktury finansowania przedsiębiorstw japońskich należy rozstrzygnąć, czy bazować na przepływach czy też

---

<sup>1</sup>Mam oczywiście świadomość, iż efektem głębokich zawirowań na rynkach finansowych są straty wielu inwestorów i trudności z pozyskaniem przez przedsiębiorstwa finansowania zewnętrznego.

zasobach (stanach) oraz na jakich źródłach danych można polegać, a następnie określić sposób postępowania w szacowaniu struktury finansowania inwestycji rzeczowych.

Przepływy odpowiadają działaniom i efektem zdarzeń, które mają miejsce w ramach danego okresu, natomiast zasoby odpowiadają sytuacji w danym momencie czasu. Pytanie, na które starano się znaleźć odpowiedź w niniejszym tekście, dotyczy finansowania inwestycji rzeczowych. Z natury inwestycji wynika, iż prowadzą one do powstawania przepływów gospodarczych, tworzących wartość ekonomiczną. Stąd też uzasadnione jest i poprawne pod względem metodologicznym bazowanie na przepływach finansowych.

Są dwa źródła danych o przepływach funduszy w przedsiębiorstwach: rachunki narodowe oraz dane liczbowe pozyskane bezpośrednio ze sprawozdań finansowych przedsiębiorstw. W rachunkach narodowych ogólnie dostępnych szacuje się przepływy pieniężne do i z krajowego sektora przedsiębiorstw, traktując go jako całość. Szeroki dostęp do sprawozdań finansowych przedsiębiorstw ograniczony jest natomiast jedynie do przedsiębiorstw publicznych, notowanych na giełdach. Sprawozdawczość narodowa jest więc bardziej użyteczna w identyfikowaniu źródeł finansowania inwestycji rzeczowych w całym sektorze przedsiębiorstw, a ten jest przedmiotem rozważań [Corbett, Jenkinson 1997].

Sprawozdawczość narodowa stosowana w Japonii jest zgodna z zalecanym przez ONZ systemem rachunków narodowych (SNA) i ma trzy podstawowe zalety: jest to system dostosowany do warunków gospodarki rynkowej i sprawdzony w praktyce, wewnętrznie spójny, uzgodniony międzynarodowo i odpowiadający standardom międzynarodowym. Stanowi nowoczesny system informacji statystycznej będący zbiorem spójnych informacji statystycznych z punktu widzenia pojęć, definicji, klasyfikacji oraz metod szacunków [GUS 1996].

Dane wykorzystane przy szacowaniu inwestycji rzeczowych japońskiego sektora przedsiębiorstw zostaną pozyskane z dwóch rachunków: rachunku kapitałowego oraz rachunku finansowego. Rachunek kapitałowy jest pierwszym z czterech rachunków akumulacji. Opisuje on zmiany wartości niefinansowych aktywów będących w posiadaniu jednostek instytucjonalnych. Celem rachunków akumulacji jest prezentacja procesu finansowania z oszczędności netto transakcji kapitałowych, tj. inwestycji i przyrostu rzeczowych środków obrotowych oraz pozyskiwania i rozdysponowywania aktywów i pasywów finansowych. Rachunek kapitałowy obrazuje pozyskiwanie przychodów niefinansowych oraz transferów kapitałowych na finansowanie transakcji kapitałowych. Na stronie przychodów (pasywów) rachunku kapitałowego rejestrowane są oszczędności netto oraz transfery kapitałowe. Na stronie rozchodów (tj. aktywów) rachun-

ku kapitałowego rejestrowane są przyrosty wartości aktywów niefinansowych oraz amortyzacja środków trwałych. Pozycją bilansującą rachunek kapitałowy są wierzytelności netto (+) lub zadłużenie netto (-). Rachunek finansowy jest drugim z rachunków akumulacji. Rejestruje transakcje finansowe dotyczące aktywów i pasywów finansowych między jednostkami instytucjonalnymi oraz między jednostkami instytucjonalnymi a zagranicą. Strona aktywów tego rachunku rejestruje nabycie aktywów finansowych pomniejszone o ich wykorzystanie, tj. przyrost należności finansowych, natomiast strona pasywów – zaciągnięcie zobowiązań pomniejszone o ich spłatę, tj. przyrost zobowiązań finansowych. Rachunek finansowy nie ma pozycji bilansującej, przenoszona do następnego rachunku, natomiast wynik netto tego rachunku, czyli zaciągnięcie zobowiązań netto pomniejszone o nabycie aktywów finansowych netto, jest równy co do wartości, lecz z przeciwnym znakiem, wierzytelności/zadłużeniu netto – pozycji bilansującej rachunek kapitałowy [GUS 1997].

Wynika z tego, iż w danym okresie źródła funduszy w przedsiębiorstwie (przychody) są równe ich wykorzystaniu (rozchody). Stąd też na podstawie rachunku przepływów funduszy możliwe jest oszacowanie struktury finansowania inwestycji rzeczowych w sektorze przedsiębiorstw (tab. 1).

Trzeba mieć jednak świadomość, iż część pozyskanych przez przedsiębiorstwa funduszy przeznaczana jest na akumulację finansowych, a nie rzeczowych aktywów. Stąd też, w celu zidentyfikowania źródeł finansowania związanych z inwestycjami rzeczowymi, należy od zaciągniętych pasywów netto (przyrost zobowiązań finansowych) odjąć nabytki aktywów finansowych netto (przyrost należności finansowych) [Corbett i Jenkinson 1997]. Podejście takie zainicjował Mayer (1988), a rozpropagowali Corbett i Jenkinson (1996 i 1997). Mierzy ono strukturę finansowania netto inwestycji rzeczowych. Stosując to podejście nie znajdzie się oczywiście odpowiedzi na pytanie, jak finansowane są konkretne projekty inwestycyjne, określić jednak będzie można znaczenie różnych źródeł funduszy w finansowaniu inwestycji rzeczowych sektora przedsiębiorstw w określonym przedziale czasu.

Nie jest to oczywiście podejście powszechnie akceptowane w literaturze. Hackethal i Schmidt proponują, by szacowanie struktury finansowania przedsiębiorstw opierać na wartościach brutto, a nie netto, jak ma to miejsce zarówno w metodzie „spłaty netto”, jak i „zbilansowania netto” [Hackethal, Schmidt 2004]. W przypadku jednak zastosowania tego podejścia pojawia się problem wiarygodności danych liczbowych. Jak argumentuje Cobham, podejście oparte na przepływach brutto jest pełne nieistotnych rozważań, co wypacza uzyskane wyniki. Jej zdaniem, podejście oparte na przepływach netto jest konceptualnie i praktycznie lepsze, a tym samym właściwe [Cobham 2004].

**Tabela 1**

Rachunek przepływu funduszy

Metoda „spłaty netto”	
Przychody brutto	Rozchody brutto
1. Wewnętrzne	9. Gotówka i depozyty
2. Pożyczki bankowe	10. Akcje zakupione
3. Akcje wyemitowane	11. Obligacje zakupione
4. Obligacje wyemitowane	12. Kredyty handlowe udzielone
5. Kredyty handlowe otrzymane	13. Transfery kapitałowe płacone
6. Transfery kapitałowe otrzymane	14. Inne
7. Inne	15. Inwestycje rzeczowe
8. PRZYCHODY OGÓŁEM	16. ROZCHODY OGÓŁEM
Metoda „zbilansowana netto”	
Przychody netto	Rozchody netto
Wewnętrzne (1)	
Bankowe netto (2 – 9)	
Akcje netto (3 – 10)	
Obligacje netto (4 – 11)	
Kredyty handlowe netto (5 – 12)	
Transfery kapitałowe netto (6 – 13)	
Inne netto (7 – 14)	
PRZYCHODY NETTO (8 – 9 – 10 – 11 – 12 – 13 – 14)	INWESTYCJE RZECZOWE (15)

Uwagi: Wewnętrzne = oszczędności netto + amortyzacja środków trwałych; pożyczki bankowe = pożyczki z przedsiębiorstw finansowych + pożyczki z sektora niefinansowego + kredyty ratalne nieuwzględnione w kredycie konsumenckim + repo; obligacje = papiery wartościowe inne niż akcje; akcje = akcje i inne udziały kapitałowe; kredyty handlowe = pozostałe aktywa/pasywa finansowe; transfery kapitałowe = transfery kapitałowe otrzymane/płacone; inne = derywaty finansowe; gotówka i depozyty = gotówka i depozyty; inwestycje rzeczowe = nakłady brutto na środki trwałe + przyrost rzeczowych środków obrotowych + zakupy netto gruntów.

Źródło: [Corbett, Jenkinson 1997, s. 86; Economic and Social Research Institute, www.esri.cao.go.jp]

## Finansowanie przedsiębiorstw w Japonii – rys historyczny

W drugiej połowie XIX wieku elity polityczne dostarczały przedsiębiorstwom i lojalnym samurajom kapitału finansowego i wykształconych kadr. W rezultacie tego stanu rzeczy oraz wzajemnego zaufania pomiędzy wspomniana-

nymi grupami w strukturze gospodarki japońskiej do końca II wojny światowej dominowały kontrolowane przez wpływowe, pojedyncze rodziny, potężne konglomeraty, tzw. zaibatsu (w powszechnym znaczeniu „kliki finansowe”). Zaibatsu kontrolowały główną część poziomych i pionowych struktur japońskiego przemysłu. Rozwiązania prawne tamtych lat, sprzyjając tej formie działalności, przypisały relatywnie większą rolę w gospodarce inwestorom indywidualnym (wpływowe rodziny japońskie) niż instytucjonalnym.

Do około połowy lat 30. XX wieku, kiedy to gospodarka japońska weszła w okres transformacji wojennej, dominującym źródłem finansowania przedsiębiorstw był rynek papierów wartościowych, w szczególności zaś rynek akcji. Przyczyn tego stanu rzeczy należy upatrywać w przyjętych rozwiązaniach prawnych, zaczerpniętych z prawa brytyjskiego (częściowo amerykańskiego) oraz w dobrze rozwiniętej infrastrukturze rynku papierów wartościowych. Rozwojowi rynku papierów wartościowych sprzyjała również alokacja aktywów finansowych gospodarstw domowych. W okresie tym papiery wartościowe stały się podstawowym przedmiotem inwestycji gospodarstw domowych.

Z chwilą kiedy gospodarka japońska weszła w okres transformacji wojennej, sytuacja przedsiębiorstw w obszarze finansowania uległa radykalnej zmianie. System finansowy przekształcił się wówczas z systemu zorientowanego rynkowo, o dużej cykliczności, w system zdominowany przez banki, w którym postępował szybki proces konsolidacji. Dla wielu przedsiębiorstw przemysłowych podstawowym źródłem finansowania zewnętrznego stały się kredyty bankowe.

Na taki stan rzeczy niewątpliwie wpływ miały niekorzystne dla rozwoju rynku papierów wartościowych rozwiązania prawne. Nie bez znaczenia na ograniczenie możliwości finansowania przedsiębiorstw poprzez rynek papierów wartościowych była wzmożona aktywność rządu na rynku obligacji. W okresie transformacji wojennej zmieniła się też alokacja aktywów finansowych gospodarstw domowych na korzyść gotówki i depozytów [Samborski 2007].

Po II wojnie światowej w wyniku zmian prawnych wykształciła się nowa struktura gospodarcza, tzw. keiretsu (w powszechnym znaczeniu termin ten oznacza „zleconą kolejność” lub „serię”, w ujęciu ekonomicznym terminu „keiretsu” używa się w odniesieniu do różnych form związków przedsiębiorstw czy grup firm uformowanych przez takie związki). Keiretsu, tak jak poprzednio zaibatsu, kontrolowały główną część poziomych i pionowych struktur japońskiego przemysłu. Apogeum rozwoju keiretsu stał się okres szybkiego wzrostu w gospodarce japońskiej przypadający na drugą połowę lat 50., lata 60. oraz początek lat 70. XX wieku [Samborski 2007].

Okres ten w gospodarce japońskiej to lata intensywnej industrializacji. Poziom oszczędności prywatnych w okresie szybkiego wzrostu był jednak stosunkowo nieduży, w związku z czym sektorowi finansowemu przypisano rolę

gromadzenia oszczędności i kierowania ich przede wszystkim do strategicznie ważnych gałęzi przemysłu. Skupiono się na budowie takiego mechanizmu finansowania bankowego, który by takiemu wyzwaniu sprostał. Ukształtowała się wówczas struktura banków, której pierwszy poziom stanowiły banki miejskie (handlowe), udzielające przedsiębiorstwom pożyczek krótkoterminowych, oraz nowo utworzone banki kredytu długoterminowego (na wzór funkcjonujących w czasie wojny). Drugi poziom tworzyły banki będące własnością państwową, których zadaniem było uzupełniać działalność banków handlowych i banków kredytu długoterminowego, w momencie gdy poziom udzielonych pożyczek osiągnie krytyczną granicę bezpieczeństwa.

Głównym źródłem zewnętrznego finansowania ekspansji inwestycyjnej przedsiębiorstw były więc banki – zarówno państwowe, jak i prywatne. Zaspokajanie potrzeb inwestycyjnych wielkich firm zależało od finansowania w systemie banku głównego. Instytucja banku głównego opierała się nie na formalnych umowach, lecz na historii współpracy, zaufania i reputacji. Najważniejszą i najbardziej charakterystyczną funkcją banku głównego było przejęcie odpowiedzialności za ratowanie i restrukturyzowanie firmy-klienta, jeżeli ta znajdowała się w sytuacji kryzysowej. Wielkość akcji kredytowo-pożyczkowej banków prywatnych zależna była od redyskonta w Banku Japonii.

Dominacja bankowości i tłumienie rozwoju rynku papierów wartościowych znalazło swoje odzwierciedlenie w alokacji aktywów finansowych gospodarstw domowych, które oszczędności utrzymywały głównie w formie gotówki i depozytów bankowych.

Cechami charakterystycznymi japońskiego systemu finansowego w okresie szybkiego wzrostu, poza rozbudowanymi regulacjami prawnymi, były: ograniczona konkurencja, duża ingerencja państwa, izolacja od rynków międzynarodowych oraz funkcjonalna segmentacja instytucji bankowych [Samborski 2007].

W efekcie zawieszenia wymiany dolara amerykańskiego na złoto, jednostronnej dewaluacji dolara wobec innych walut, jak również zawirowań na rynkach ropy naftowej we wczesnych latach 70., przed japońskim systemem finansowym postawiono dwa poważne wyzwania: po pierwsze – dostosować rynek finansowy do warunków: inflacji, powolniejszego wzrostu gospodarczego i wzrastających deficytów budżetowych; po drugie – przygotować japoński rynek finansowy do elastycznych kursów walut, integracji światowych rynków finansowych i konkurencji międzynarodowej w sektorze finansowym [Samborski 2007].

Dla finansowania przedsiębiorstw kluczowe znaczenie miały procesy deregulacji zachodzące w pięciu obszarach: kontrola emisji obligacji, wprowadzanie nowych produktów, transakcje dewizowe, kontrola stóp procentowych, regulacje rynku giełdowego [Samborski 2007].

Wraz z narastającymi procesami deregulacji gospodarki zaczęły pojawiać się nowe możliwości pozyskania przez japońskie przedsiębiorstwa kapitału (głównie duże przedsiębiorstwa). We wczesnych latach 80. rynek obligacji korporacyjnych był w tym kraju relatywnie nieduży, a same obligacje nie stanowiły istotnego źródła finansowania ogółu przedsiębiorstw. W istocie rynek ten był zamknięty dla wybranych przedsiębiorstw użyteczności publicznej oraz przedsiębiorstw państwowych. Kontrolowany przez banki i reprezentujący w praktyce interesy tego sektora Komitet Emisji Obligacji skutecznie ograniczał emisje obligacji przedsiębiorstw na rynku krajowym. Tymczasem rozwój eurorynku, przy jednoczesnej liberalizacji ustawy o wymianie dewizowej i kontroli handlu zagranicznego z 1980 roku, wywołał gwałtowny wzrost emisji obligacji przez przedsiębiorstwa japońskie na rynkach międzynarodowych. To z kolei wpłynęło na dalszą liberalizację rozwiązań krajowych i rozwój rynku obligacji korporacyjnych w samej Japonii. Deregulacja rynku finansowego przyczyniła się jednak nie tylko do rozwoju rynku obligacji, ale również do powstania wielu innowacji finansowych, w tym do zmiany charakteru rynku akcji, czyniąc ten rynek bardziej dostępnym źródłem finansowania.

Uwieńczeniem procesu deregulacji rynku finansowego stały się reformy podjęte w końcu lat 90. XX wieku. W obszarze finansowania przedsiębiorstw położono nacisk na: innowacyjność produktową na rynku obligacji przedsiębiorstw, promocję produktów strukturalnych typu ABS, promocję średnioterminowych not dłużnych – MTNs, ułatwienia w zakresie pierwszych ofert publicznych i notowań, zmianę standardu notowań, wzrost rynku otwartego (OTC), deregulację niezarejestrowanych rynków akcji.

Wraz z deregulacją rynku finansowego wzrastała rola rynku papierów wartościowych w finansowaniu przedsiębiorstw w Japonii (głównie dużych). Ciągłe jednak podstawowym źródłem finansowania zewnętrznego w sektorze przedsiębiorstw pozostawał kredyt bankowy [Samborski 2007]. Deregulacja rynku finansowego nie wpłynęła również zasadniczo na zmianę struktury aktywów finansowych gospodarstw domowych. Wprawdzie udział gotówki i depozytów w aktywach finansowych zmniejszył się, jednakże pozostawał znaczący. Nie sposób jednak nie zauważyć wzrostu znaczenia produktów ubezpieczeniowych, w tym emerytalnych [Samborski 2007].

## **Kryzys w bankowości i gospodarce**

W konsekwencji deregulacji rynku finansowego nastąpiła zmiana profilu potencjalnego kredytobiorcy. Banki, tracąc na rzecz rynku papierów wartościowych dużych wypłacalnych klientów, w większym stopniu zaczęły angażować się

w finansowanie przedsiębiorstw mniejszych, obciążonych znacznie większym ryzykiem kredytowym oraz w finansowanie budownictwa mieszkaniowego [Samborski 2007]. Gro kredytów zabezpieczono wówczas na nieruchomościach, których wartość od wielu lat systematycznie wzrastała.

W celu ożywienia gospodarki światowej w 1986 roku Bank Japonii przyłączył się do akcji skoordynowanego obniżania stóp procentowych prowadzonej przez banki centralne grupy G7 [Sotomska-Krzysztofik 2003]. W latach 1986 i 1987 stopę dyskontową obniżano w Japonii pięciokrotnie, z 5 do 2,5%, co przełożyło się na wzrost podaży pieniądza [Bank of Japan 2001].

W końcu lat 80. władze monetarne zmieniły politykę pieniężną na bardziej restrykcyjną, podnosząc wyraźnie stopy procentowe. Rząd Japonii zdecydował się zacisnąć politykę finansową, wydając jednocześnie tzw. cichy zakaz udzielania kredytów pod zastaw ziemi.

Początek lat 90. XX wieku przyniósł gwałtowne załamanie cen na rynku aktywów (nieruchomości, akcje) oraz spowolnienie w gospodarce japońskiej. Średnia roczna realna stopa wzrostu PKB odnotowana w latach 1991–1994 wyniosła zaledwie 1,1%. W okresie 1987–1990 ukształtowała się na poziomie 5,5% [Bank of Japan 2004]. Sytuację kryzysową pogłębiało ujawnienie znacznych strat banków, ukrywanych za pomocą „kreatywnej księgowości” [Sotomska-Krzysztofik 2003]. Banki japońskie w warunkach niskiej, charakterystycznej dla nich rentowności, nie dysponując wystarczającymi rezerwami, nie były w stanie pokrywać rosnących złych długów ani tym bardziej nabywać nowych środków finansowych na rynku [Mołdawska 2003]. Starając się pobudzić gospodarkę, rząd został zmuszony do rezygnacji z polityki zrównoważonego budżetu. Obligacje stanowiły jedno z podstawowych źródeł finansowania deficytu. Narzędziem pobudzania wzrostu stała się również polityka monetarna [Hoshi, Kashyap 2001]. Między latami 1991 a 1993 Bank Japonii siedmiokrotnie obniżał stopę dyskontową, z 6 do 1,75% [Bank of Japan 2001]. Nie pobudziło to jednak w sposób znaczący podaży pieniądza [Hoshi, Kashyap 2001]. Co więcej, w końcu 1994 roku zbankrutowały dwie duże instytucje kredytowe – Tokyo Kyowa i Anzen. Podobna sytuacja miała miejsce w 1995 roku, kiedy to zbankrutowały Cosmo Credit Cooperative, Hyogo Bank, Kizu Credit Cooperative. W latach 1995–1996 gospodarka japońska doświadczyła kryzysu niebankowych instytucji finansowych udzielających kredytów związanych z budownictwem mieszkaniowym – jusenów. Część ich strat pokryto ze środków publicznych [Sotomska-Krzysztofik 2003].

Niemniej jednak w latach 1994–1996 wystąpiło pewne ożywienie w gospodarce, a realna stopa wzrostu PKB osiągnęła w 1996 roku 3,6% [Bank of Japan 2004]. Rząd zdecydował się wówczas na zrewidowanie prowadzonej na początku lat 90. polityki fiskalnej. Odszedł od tymczasowej redukcji w podatku



dochodowym, podnosząc jednocześnie współpłatność w systemie ubezpieczenia zdrowotnego. Ogłoszenie wzrostu stawki podatku od konsumpcji z 3 do 5% spowodowało przejściowy wzrost zakupów dóbr trwałych w pierwszym kwartale 1997 roku. W ostatnim kwartale tego roku gospodarka japońska odnotowała jednak realny spadek PKB, który utrzymywał się na poziomie ujemnym przez cały 1998 rok [Hoshi, Kashyap 2001].

Wyraźnie spadły ceny na rynku nieruchomości. Wraz ze spadkiem cen wiele kredytów zabezpieczonych na nieruchomościach stało się nieściągalnymi. Zaczął narastać problem złych kredytów w japońskim sektorze bankowym. Upadły Nippon Credit Bank, Tokuyo City Bank, Long Term Credit Bank of Japan [Sotomska-Krzysztofik 2003]. W 1998 roku brak płynności stał się takim problemem, że parlament japoński uznał za niezbędne uruchomienie dodatkowych środków publicznych w celu pobudzenia gospodarki. Chociaż sytuacja w bankowości znacząco się nie poprawiła w całym 1998 roku, to od tego momentu sytuację można uznać za opanowaną, co nie oznacza, że została uzdrowiona [Mołdawska 2003]. Warto jeszcze w tym momencie dodać, iż bank Japonii w okresie tym utrzymywał na bardzo niskim poziomie stopę redyskonta – 0,5% [Bank of Japan 2001].

## **Struktura finansowania inwestycji rzeczowych w japońskim sektorze przedsiębiorstw w okresie 1991–2000**

W latach 90. nastąpiły znaczące zmiany w finansowaniu inwestycji rzeczowych w japońskim sektorze przedsiębiorstw. Wyraźnie wzrosło finansowanie wewnętrzne. W 1991 roku stanowiło ono 48,5% inwestycji rzeczowych, a w 2000 roku już 92,1% (tab. 2). Jednocześnie w okresie tym w finansowaniu inwestycji rzeczowych spadł udział źródeł bankowych z 23 do 16%. Oznacza to, że pod koniec lat 90. nastąpiło odwrócenie strumienia środków finansowych, który zaczął płynąć z sektora przedsiębiorstw do sektora bankowego. W finansowaniu inwestycji rzeczowych zmalał udział akcji i obligacji, z 15,8 do 5,1%.

W latach 90. w japońskim systemie finansowym zaobserwować więc można trzy wyraźnie zarysowujące się trendy. Po pierwsze, w początkowych latach analizowanego okresu firmy w dużym stopniu korzystały z finansowania zewnętrznego. Później nastąpił wyraźny odwrót od finansowania zewnętrznego w kierunku finansowania wewnętrznego. Po drugie, na początku lat 90. podstawowym źródłem finansowania zewnętrznego były banki, później natomiast ich rola znacząco spadła. Po trzecie, wyraźnie zmalało znaczenie papierów wartościowych w finansowaniu inwestycji rzeczowych wraz z pogarszaniem się sytuacji makroekonomicznej.

**Tabela 2**

Źródła finansowania netto w japońskim sektorze przedsiębiorstw (%)

<b>Lata</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>
Wewnętrzne	48,5	64,2	72,3	88,2	75,7
Bankowe netto	23,0	28,5	5,1	-0,4	-5,1
Akcje netto	8,0	7,9	9,5	11,9	8,1
Obligacje netto	7,8	13,2	9,8	5,4	15,5
Kredyty handlowe netto	-8,8	0,4	2,9	-7,5	-8,1
Transfery kapitałowe netto	2,1	3,2	4,4	5,8	5,1
<b>Lata</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>
Wewnętrzne	89,5	82,6	88,6	99,5	92,1
Bankowe netto	6,3	6,5	-21,2	-35,2	-16,0
Akcje netto	6,8	-11,4	8,2	14,7	12,6
Obligacje netto	5,9	-5,2	-15,9	-15,2	-7,5
Kredyty handlowe netto	-1,4	28,9	13,5	-2,9	-9,3
Transfery kapitałowe netto	5,5	4,4	37,1	3,1	3,2

Źródło: [Economic and Social Research Institute, [www.esri.cao.go.jp](http://www.esri.cao.go.jp)].

## Podsumowanie

Jak zauważono, w latach 90. nastąpił głęboki spadek udziału finansowania bankowego w ogóle źródeł finansowania netto. Wzrósł natomiast wyraźnie udział finansowania wewnętrznego. Warto w tym miejscu postawić pytanie o przyczyny tych zmian.

Na podstawie uzyskanych przez Corbetta i Jenkinsona [1997] wyników można stwierdzić, iż między finansowaniem wewnętrznym a finansowaniem bankowym w przedsiębiorstwach czołowych krajów przemysłowych w latach 1970–1994 zachodzi dość silna zależność korelacyjna ujemna. Zależność taką można zaobserwować również w Japonii w latach 90. Suzuki i Cobham (2005) argumentują, iż ta ujemna zależność korelacyjna między odsetkiem wewnętrznego i bankowego finansowania jest efektem nałożenia się na siebie dwóch mechanizmów.

Z jednej strony, na poziom finansowania wewnętrznego trzeba spojrzeć przez pryzmat zmian w wartości inwestycji rzeczowych. Po okresie boomu inwestycyjnego wartość tych inwestycji wyraźnie zmalała. Przyczyną wzrostu znaczenia źródeł wewnętrznych w finansowaniu inwestycji rzeczowych upatrywać więc można w kontekście teorii hierarchii metod finansowania [Myers 1984]. Zgodnie z argumentacją Myersa [1984] w pierwszej kolejności przedsięwzięcia inwestycyjne są finansowane ze źródeł wewnętrznych. Następnym źródłem

finansowania są instrumenty dłużne. Na samym dole hierarchii znajdują się walory udziałowe. W przypadku instrumentów udziałowych trzeba zaznaczyć, iż w latach 90. ze względu na ograniczenia prawne działalność przedsiębiorstw polegająca na nabywaniu własnych akcji nie odegrała istotnej roli.

Z drugiej jednak strony, na poziom inwestycji rzeczowych trzeba spojrzeć przez pryzmat dostępności źródeł finansowania, szczególnie bankowego, tak istotnego w gospodarce japońskiej. Zakładając, że poziom finansowania wewnętrznego jest stały w krótkim okresie, a dostępność innych źródeł finansowania jest ograniczona, wówczas zmiany w finansowaniu bankowym prowadzą do równoważnych zmian w poziomie inwestycji rzeczowych, a tym samym do zmian w udziale finansowania wewnętrznego. Przyczyn zmian w finansowaniu inwestycji rzeczowych w japońskim sektorze przedsiębiorstw upatrywać więc należy także w skłonności instytucji finansowych do pożyczania środków finansowych firmom. Skłonność ta w latach 90., ze względu na kryzys bankowy czy też szerzej – finansowy, wyraźnie zmalała. Trzeba w tym miejscu zwrócić ponadto uwagę na wystąpienie efektu wypychania. Jak pisze Owsiak [2002], ekspansja państwa na rynku pożyczkowym i wzrost jego wydatków powodują wypychanie sektora prywatnego z obiegu gospodarczego, czyli alokację części zasobów poza sektorem ściśle gospodarczym.

## Literatura

- BANK OF JAPAN: *Bank of Japan statistics*. 2001/11/26.  
 BANK OF JAPAN: *Bank of Japan statistics*. 2004/06/14.  
 COBHAM A.: *Sources of finance for European investment*. UNU, Maastricht 2004.  
 CORBETT J., JENKINSON T.: *How is investment financed? A study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United States*. The Manchester School Supplement, Blackwell Publishers Ltd., Oxford 1997.  
 CORBETT J., JENKINSON T.: *The financing of industry, 1970–1989: An international comparison*. Journal of the Japanese and International Economies 1996, nr 10.  
 ECONOMIC AND SOCIAL RESEARCH INSTITUTE, [www.esri.cao.go.jp](http://www.esri.cao.go.jp)  
 GUS: *System rachunków narodowych (SRN). Tom I. Zeszyty metodyczne*, Wydawnictwo GUS, Warszawa 1996.  
 GUS: *System rachunków narodowych (SRN). Tom II. Zeszyty metodyczne*, Wydawnictwo GUS, Warszawa 1997.  
 HACKETHAL A., SCHMIDT R.: *Financing patterns: measurement concepts and empirical results*. Finance and Accounting Working Paper Nr 33, University of Frankfurt, Frankfurt 2004.  
 HOSHI T., KASHYAP A.: *Corporate financing and governance in Japan*. MIT Press, Cambridge, London 2001.

- KRUGMAN P.: *Wracają problemy kryzysu gospodarczego*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- MAYER C.: *New issues in corporate finance*. European Economic Review 1988, nr 32.
- MISHKIN F.: *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- MŁODAWSKA J.: *Kryzys systemu bankowego i finansowego w Japonii – drogi wyjścia*. Bank i Kredyt 2003, lipiec.
- MYERS S.: *The capital structure puzzle*. Journal of Finance 1984, nr 39.
- OWSIAK S.: *Podstawy nauki finansów*. PWE, Warszawa 2002.
- SAMBORSKI A.: *Finansowanie przedsiębiorstw poprzez emisje papierów wartościowych – diagnoza uwarunkowań i zależności*. Wydawnictwo AE, Katowice 2007.
- SOTOMSKA-KRZYSZTOFIK P.: *Japoński system bankowy wobec kryzysu bankowego i gospodarczego*. Bank i Kredyt 2003, listopad-grudzień.
- SUZUKI K., COBHAM D.: *Recent trends in the sources of finance for Japanese firms: has Japan become a 'high internal finance' country*. Discussion Paper Series, University of St Andrews, Scotland 2005.

## **The real investments fund in unsure conditions of finance sector: based on Japanese companies experience**

### **Abstract**

The article analyses Japanese economic conditions and their consequences for financing real investment in the sector of non-financial corporations in the nineties of the 20th century. In order to identify sources of financing real investment, national accounts was used. Data to be taken into consideration while assessing real investment made by Japanese companies was obtained from two accounts: a capital and financial accounts. It is found out that the nineties witnessed considerable changes in financing real investment in the sector of Japanese non-financial corporations, which stems from two overlapping mechanisms: companies' preference to finance real investment by means of internal funds and lower willingness of financial institutions to lend money.