

Koncepcja i zastosowanie syntetycznego wskaźnika stopnia finansyzacji przedsiębiorstw

Piotr Szczepankowski*

Streszczenie: *Cel* – Wykazanie potrzeby opracowania i przedstawienie propozycji syntetycznego wskaźnika stopnia finansyzacji przedsiębiorstw wraz z omówieniem możliwości jego wykorzystania w analizie finansowej i prognozowaniu rozwoju jednostki gospodarczej.

Metodologia badania – Po poznanie argumentów teoretycznych na temat obszarów występowania, przesłanek i skutków finansyzacji oraz prób jej pomiaru opracowano syntetyczny wskaźnik stopnia finansyzacji przedsiębiorstw niefinansowych. Składa się on z dwunastu wskaźników cząstkowych obliczanych na podstawie danych ze sprawozdań finansowych, powiązanych następnie w trzy indeksy finansyzacji obszarów decyzyjnych z zakresu zarządzania finansami. Wewnętrzną spójność wskaźników zweryfikowano statystycznie, posługując się wynikami finansowymi spółek niefinansowych z indeksu WIG-30, notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2006–2015.

Wynik – Potwierdzono poprawność konstrukcji syntetycznego wskaźnika stopnia finansyzacji przedsiębiorstw. Z jego użyciem przeprowadzono próbną ocenę poziomu finansyzacji badanych jednostek gospodarczych i wykazano, że dla największych spółek giełdowych w Polsce jest on umiarkowany i stabilny, co nie zagraża ich rozwojowi.

Oryginalność/Wartość – Gdy weźmie się pod uwagę fakt, że nadmierna finansyzacja doprowadza do sytuacji kryzysowych i spowolnienia rozwoju, ocena jej stopnia jednym zintegrowanym wskaźnikiem może się stać sposobem ułatwiającym kompleksowe rozpoznanie tego zjawiska ekonomicznego na poziomie jednostki gospodarczej oraz narzędziem sygnalizującym zagrożenia dla stabilności funkcjonowania podmiotów sfery realnej i całej gospodarki.

Słowa kluczowe: finansyzacja, przedsiębiorstwa niefinansowe, wskaźniki finansowe, wskaźnik syntetyczny

Wprowadzenie

Finansyzacja oznacza wzrost znaczenia motywów finansowych zarówno w procesie podejmowania decyzji gospodarczych (Jajuga, 2014, s. 148), jak i w analizie zmian zachowań podmiotów ekonomicznych oraz w ocenie ich efektywnego funkcjonowania w gospodarce rynkowej. Najczęściej obserwowanym skutkiem finansyzacji w sektorze przedsiębiorstw są przesunięcia alokacji kapitału z aktywów rzeczowych na bardziej dochodowe, aczkolwiek ryzykowniejsze aktywa finansowe. Zmiany w polityce inwestycyjnej podmiotów gospodarczych przebiegają równoległe ze wzrostem stopnia ich zadłużenia, następującego z powodu

* dr hab. Piotr Szczepankowski prof. WSiFZ, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie, Wydział Zarządzania i Finansów, Katedra Finansów Przedsiębiorstw, e-mail: szczepankowski@vizja.pl

łatwiejszego dostępu do wielu nowych instrumentów kredytowych. Ponadto dochody osiągnięte przez przedsiębiorstwa z licznych transakcji finansowych i ich późniejsza redystrybucja na rynki finansowe powodują spadek ilości kapitału wewnętrznego potrzebnego na inwestycje rzeczowe, co negatywnie wpływa na tempo ich długofalowego rozwoju (Krippner, 2005; Orhangazi, 2008). Następuje zmiana hierarchii źródeł finansowania. Źródła wewnętrzne stają się podrzędne wobec zewnętrznych (Milberg, 2009).

Finansyzacja rozpatrywana od strony intensywnego poszukiwania przez przedsiębiorstwa dodatkowych kapitałów oraz zmiana kierunków ich alokacji ma źródło w ilościowej i jakościowej transformacji systemu finansowego. W miarę postępującego rozwoju gospodarek światowych został ułatwiony dostęp do rynków i pośredników finansowych, co skutkowało wzrostem ich roli w decyzjach finansowych jednostek gospodarczych (Barczyk, Lubiński, Małecki, 2014). Finansyzacja uzależniła więc działalność przedsiębiorstw od kształtowania się sytuacji na rynkach finansowych (Erturk, Froud, Johal, Leaver, Williams, 2008) i wywołała trwałe zmiany w praktyce zarządzania, polegające na ukierunkowaniu procesów gospodarczych na działania przypominające te, które prowadzą podmioty z sektora finansowego (Fine, 2008).

Wspomniane skutki finansyzacji wymagają stałego oraz rzetelnego pomiaru i osądu. Głównym celem artykułu jest wykazanie argumentów przemawiających za koniecznością opracowania kompleksowego wskaźnika oceny stopnia finansyzacji przedsiębiorstw i przedstawienie jego propozycji wraz ze wskazaniem możliwości zastosowania.

1. Podstawy teoretyczne i konstrukcja wskaźnika stopnia finansyzacji przedsiębiorstw

Skutki finansyzacji podmiotów realnej sfery gospodarki są analizowane wybiórczo pojedynczymi wskaźnikami ekonomicznymi lub ich zestawem dostosowanym do konkretnych problemów, do których można zaliczyć: tempo rozwoju, poziom akumulacji finansowej oraz kierunki alokacji kapitału. W literaturze nie został dotychczas przedstawiony jeden kompleksowy wskaźnik finansyzacji przedsiębiorstw, który umożliwiłby rozwinięcie analizy finansowej o ocenę stopnia występowania tego zjawiska ekonomicznego w jednostkach gospodarczych. Można natomiast odnaleźć syntetyczne wskaźniki finansyzacji gospodarek bądź krajów (Kus, 2012; Dunhaupt, 2014; IMF, 2015). W przypadku analizy stopnia finansyzacji przedsiębiorstw jest ona na ogół prowadzona z wykorzystaniem wybranych wielkości ze sprawozdań finansowych pojedynczych lub sektorowo powiązanych przedsiębiorstw (Remlein, 2015a; Remlein, 2015b) bądź wyselekcjonowanych wskaźników finansowych (Socha, 2016). Tego typu badania nie oddają złożonej natury finansyzacji. Analizują ją fragmentarycznie. Biorąc to pod uwagę, podjęto próbę skonstruowania wielokryterialnego wskaźnika oceny stopnia występowania tego zjawiska ekonomicznego, którego wielkość byłaby obliczana na podstawie danych zamieszczanych w sprawozdaniu finansowym jednostki gospodarczej. Trzeba bowiem zgodzić się ze zdaniem Kameli-Sowińskiej (2014,

s. 150), że finansyzacja potęguje problemy współczesnej rachunkowości i jeśli chce utrzymać się jej znacząca rolę w podejmowaniu decyzji gospodarczych, to należy tworzyć nowe narzędzia pomiaru w celu ograniczania luki informacyjnej, której istnienie może być źródłem negatywnych zjawisk w skali mikro- i makro-gospodarczej.

Z przeglądu literatury wynika, że finansyzacja dotyczy podstawowych decyzji gospodarczych przedsiębiorstw, tj. z zakresu: a) inwestycji (Stockhammer, 2004; Crotty, 2005; Krippner, 2005; Orhangazi, 2008; Davis, 2013); b) finansowania (Dumenil, Levy, 2005; Milberg, 2009; Lin, 2013); c) podziału zysku (Orhangazi, 2008; Dobbin, Jung, 2010). Uwzględniając to, konstrukcję syntetycznego wskaźnika stopnia finansyzacji przedsiębiorstw oparto na następujących założeniach:

1. Będzie się składać z szeregu wskaźników cząstkowych (zmiennych diagnostycznych), które opisać symptomy finansyzacji w obszarach decyzyjnych przedsiębiorstw.
2. Zostanie zachowany zbliżony zakres merytoryczny poszczególnych wskaźników cząstkowych.
3. Wskaźniki cząstkowe będą w możliwie prosty sposób obliczane na podstawie powszechnie dostępnych danych zamieszczonych w każdym elemencie sprawozdania finansowego.
4. Poszczególne wskaźniki cząstkowe nie mogą być wprost addytywne.
5. Wskaźniki cząstkowe zostaną tak znormalizowane, aby przyjmowały wielkości należące do przedziału $<0;1>$.

Wstępny dobór wskaźników cząstkowych do oceny stopnia finansyzacji przedsiębiorstw wraz z uzasadnieniem ich konstrukcji został oparty na argumentach teoretycznych oraz wnioskach z licznych obserwacji empirycznych. Do najważniejszych z nich należy zaliczyć:

1. W zakresie finansyzacji działalności inwestycyjnej:
 - a) tendencję rosnącego udziału inwestycji (aktywów) finansowych w zasobach majątkowych jednostek gospodarczych (Krippner, 2005; Orhangazi, 2008; Baud, Durand, 2012; Berstein, 2012; Davis, 2013; Van der Zwan, 2014);
 - b) zmianę proporcji pomiędzy inwestycjami finansowymi i nakładami na rzeczowe aktywa trwałe, powodowaną wzrostem udziału instytucjonalnych inwestorów finansowych w akcjonariacie spółek (Morin, 2000; Höpner, 2001; Andersson, Haslam, Lee, Ketechos, Tsitsianis, 2010);
 - c) tworzenie licznych spółek zależnych prowadzące do istotnych zmian w strukturze bilansu jednostki macierzystej (Froud, Haslam, Johal, Williams, 2000);
 - d) koncentrację działalności przedsiębiorstwa na szukaniu możliwości osiągnięcia zysku w krótkim czasie poprzez wykorzystywanie płynnych aktywów finansowych (Dobbin, Zorn, 2005; Krier, 2005; Tomaskovic-Devey, Lin, 2011; Goldstein, 2012);
 - e) wzrost rezerw gotówkowych przedsiębiorstw (Bates, Kahle, Stulz, 2009; Białek-Jaworska, 2015);
 - f) dążenie do osiągnięcia korzyści ze spekulacji na rynkach finansowych (Nolke, Perry, 2007; Hudson, 2010; Tomaskovic-Devey, Lin, 2011) oraz skali operacji finansowych znacznie przekraczających potrzeby gospodarki realnej (Dudziński, 2011).

2. W zakresie finansyzacji źródeł finansowania:
 - a) wzrost dłużnych papierów wartościowych w strukturze źródeł finansowania przedsiębiorstw (Lin, 2013);
 - b) realizację strategii wzrostu wartości dla właścicieli przez wykorzystywanie nadmiernej dźwigni finansowej (Froud i in., 2000; Dembinski, 2011);
 - c) hamowanie przepływu pieniądza wewnątrz grupy kapitałowej i wzrost zadłużenia jednostki macierzystej (Chang, Tesher, Leung, 2014);
 - d) dynamiczny rozwój pochodnych instrumentów finansowych (Barczyk i in., 2014);
 - e) wzrost kosztów finansowych (Krippner, 2011) i wydatków na obsługę źródeł finansowania (Tomaskovic-Devey, Lin, Meyers, 2014).
3. W zakresie finansyzacji polityki podziału zysku:
 - a) dążenie do przekazania inwestorom wymiernych efektów z realizacji zasad koncepcji zarządzania wartością (Fligstein, Shin, 2007; Szczepankowski, 2015);
 - b) wykup własnych akcji celem spełnienia oczekiwań inwestorów osiągnięcia wysokich stóp zwrotu (Grullon, Michaely, 2002);
 - c) wzrost zarówno wysokości wypłacanych dywidend, jak i stopy ich wypłat (Laznick, O'Sullivan, 2000; Davis, 2013).

Dobór wskaźników cząstkowych na potrzeby ogólnej oceny stopnia finansyzacji przedsiębiorstw wymagał również ich statystycznego potwierdzenia. W związku z tym na podstawie danych finansowych z lat 2006–2015 dla wybranej zbiorowości spółek notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie¹ zarówno przeprowadzono wstępną analizę współczynników korelacji wybranych zmiennych diagnostycznych², jak i obliczono wskaźnik α -Cronbacha rzetelności pomiaru (wewnętrznej spójności grup wskaźników). Ostatecznie na potrzeby syntetycznego wskaźnika stopnia finansyzacji przedsiębiorstw przyjęto zbiór dwunastu wskaźników cząstkowych podanych w tabeli 1.

Część wielkości finansowych tworzących postaci wskaźników cząstkowych wymaga doprecyzowania. W tabeli 2 wskazano nazwy odpowiednich danych ze sprawozdań finansowych przedsiębiorstwa, uwzględnianych w obliczaniu poszczególnych zmiennych diagnostycznych. Ich listę oparto na propozycjach opisanych w pracach Remlein (2015a; 2015b) oraz Sochy (2016). Wskaźniki cząstkowe przypisane do poszczególnych obszarów tworzą trzy odrębne indeksy finansyzacji, tj. działalności inwestycyjnej (*INVIX*), finansowej (*FINIX*) oraz polityki podziału zysku (*REDIX*). Dla przedsiębiorstwa *i* oraz wybranego okresu *t*, każdy z indeksów finansyzacji jest obliczany jako średnia arytmetyczna zawartych w nim wskaźników cząstkowych, co wyrażają następujące formuły:

¹ Więcej na ten temat w kolejnym punkcie artykułu.

² W trakcie przeprowadzonej analizy zostały obliczone podstawowe statystyki opisowe, a także współczynniki korelacji dla dobieganych zmiennych diagnostycznych (wskaźników cząstkowych) celem wyeliminowania tych z nich, które cechują się bardzo silną zależnością. Ze względu jednak na przekraczającą ramy artykułu objętość tych analiz nie zostały one przedstawione w opracowaniu.

$$INVIX_{i,t} = 0,2 \times (LTFINA_{i,t} + STFINA_{i,t} + FINREV_{i,t} + ICOFFINA_{i,t} + ICIFFINA_{i,t}),$$

$$FINIX_{i,t} = 0,2 \times (DEBTFIN_{i,t} + CREDIT_{i,t} + FINCOST_{i,t} + FCOFDEB_{i,t} + FCIFDEB_{i,t}),$$

$$REDIX_{i,t} = 0,5 \times (PAYOUT_{i,t} + COFEQU_{i,t}).$$

Indeksy te służą odrębnej ocenie stopnia finansyzacji w poszczególnych obszarach decyzyjnych w rozpatrywanym czasie, wskazują na zachodzące zmiany czy trendy wywołwane podjętymi decyzjami oraz pozwalają zaobserwować te miejsca aktywności przedsiębiorstw, które podlegają silniejszemu oddziaływaniu finansyzacji.

Tabela 1

Wskaźniki cząstkowe ogólnej oceny stopnia finansyzacji przedsiębiorstw

Obszar finansyzacji przedsiębiorstw	Wskaźnik cząstkowy	Akronim	Źródło danych
Działalność inwestycyjna ($\alpha = 0,9918$)	Udział długoterminowych aktywów finansowych w aktywach trwałych	LTFINA	B
	Udział krótkoterminowych aktywów finansowych w aktywach obrotowych	STFINA	B
	Przychody finansowe w przychodach ogółem	FINREV	RZiS
	Wydatki inwestycyjne na aktywa finansowe w wydatkach inwestycyjnych ogółem	ICOFFINA	CF
	Wpływy inwestycyjne z aktywów finansowych we wpływach inwestycyjnych ogółem	ICIFFINA	CF
Działalność finansowa ($\alpha = 0,9917$)	Udział zobowiązań finansowych ogółem w pasywach ogółem	DEBTFIN	B
	Udział kredytów i pożyczek w zobowiązaniach ogółem	CREDIT	B
	Koszty finansowe w kosztach ogółem	FINCOST	RZiS
	Wydatki finansowe na kapitał obcy w wydatkach finansowych ogółem	FCOFDEB	CF
	Wpływy finansowe z kapitału obcego we wpływach finansowych ogółem	FCIFDEB	CF
Podział zysku ($\alpha = 0,9644$)	Stopa wypłaty dywidendy	PAYOUT	RZiS, CF
	Wydatki finansowe na kapitał własny w wydatkach ogółem	COFEQU	CF

Oznaczenia: α – współczynnik Cronbacha wewnętrznej spójności grup wskaźników; B – bilans; RZiS – rachunek zysków i strat; CF – rachunek przepływów pieniężnych.

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2

Dane ze sprawozdań finansowych wykorzystywane w obliczaniu wskaźników cząstkowych

Składnik wskaźnika cząstkowego	Wybrane wielkości ze sprawozdań finansowych
Obszar działalności inwestycyjnej	
Długoterminowe aktywa finansowe	Nieruchomości inwestycyjne, inwestycje w jednostki powiązane, długoterminowe aktywa finansowe, pozostałe aktywa finansowe, instrumenty pochodne, należności finansowe
Krótkoterminowe aktywa finansowe	Aktywa obrotowe pomniejszone o sumę wartości zapasów, należności krótkoterminowych z tytułu dostaw i usług oraz krótkoterminowych rozliczeń międzyokresowych
Przychody finansowe	Przychody finansowe bez dodatnich różnic kursowych
Wydatki inwestycyjne	Wydatki z tytułu nabycia udziałów w jednostkach powiązanych, udzielone pożyczki, nabycie aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży, nabycie aktywów finansowych wycenianych w wartości godziwej przez wynik finansowy
Wpływy inwestycyjne	Wpływy ze sprzedaży aktywów finansowych, wpływy ze sprzedaży udziałów w jednostkach powiązanych, otrzymane odsetki, pożyczki spłacone, dywidendy otrzymane
Obszar działalności finansowej	
Zobowiązania finansowe	Kredyty i pożyczki długoterminowe, papiery dłużne długoterminowe, kredyty i pożyczki krótkoterminowe, krótkoterminowe papiery dłużne, zobowiązania z tytułu leasingu finansowego, zobowiązania z tytułu instrumentów pochodnych, pozostałe zobowiązania finansowe
Kredyty i pożyczki	Kredyty i pożyczki długoterminowe, papiery dłużne długoterminowe, kredyty i pożyczki krótkoterminowe, krótkoterminowe papiery dłużne
Koszty finansowe	Koszty finansowe bez ujemnych różnic kursowych
Wydatki finansowe na kapitał obcy	Spłata pożyczek i kredytów, spłata zobowiązań z tytułu leasingu finansowego, wykup dłużnych papierów wartościowych, odsetki zapłacone
Wpływy finansowe z kapitału obcego	Wpływy z tytułu zaciągnięcia kredytów i pożyczek, wpływy z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych
Obszar podziału zysku	
Wydatki finansowe na kapitał własny	Dywidendy wypłacone, wykup akcji

Źródło: opracowanie własne.

Średnia z trzech indeksów tworzy ostatecznie syntetyczny wskaźnik stopnia finansyzacji przedsiębiorstwa (*FINANCIX*), co przedstawia wzór:

$$FINANCIX_{i,t} = 1/3 \times (INVIX_{i,t} + FINIX_{i,t} + REDIX_{i,t}).$$

Wielkość wskaźnika syntetycznego zawiera się w przedziale $<0;1>$. Jego wielkość bliższa zeru oznacza brak lub niski poziom finansyzacji, a bliższa jedności wskazuje na wysoką lub pełną finansyzację jednostki gospodarczej w rozpatrywanym okresie.

Tabela 3

Interpretacja wielkości syntetycznego wskaźnika stopnia finansyzacji przedsiębiorstwa

FINANCIX	Interpretacja
poniżej 0,25	Zbyt niski stopień finansyzacji przedsiębiorstwa. Niewielkie uzależnienie podmiotu od sektora finansowego. Brak lub powolny wzrost i rozwój jednostki, napędzany wynikami osiąganymi tylko z działalności operacyjnej
<0,25; 0,4)	Umiarkowany stopień finansyzacji przedsiębiorstwa. Przeciętny poziom uzależnienia podmiotu od sektora finansowego. Przeciętne tempo wzrostu i rozwoju jednostki, napędzane w większym stopniu efektywnością osiąganą z działalności operacyjnej niż z finansowej
<0,4; 0,7>	Odpowiedni i bezpieczny poziom finansyzacji przedsiębiorstwa. Właściwy poziom uzależnienia podmiotu od sektora finansowego. Wysokie i zrównoważone tempo wzrostu i rozwoju jednostki, wynikające bezpośrednio z efektywności osiąganego zarówno z działalności operacyjnej, jak i finansowej
powyżej 0,7	Nadmierny i szkodliwy poziom finansyzacji przedsiębiorstwa. Zbyt wysokie uzależnienie podmiotu od sektora finansowego. Ujemna stopa wzrostu. Wysokie ryzyko wystąpienia kłopotów finansowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników badań IMF (2015).

W celu podania właściwego stopnia finansyzacji przedsiębiorstwa, sprzyjającego stabilizacji prowadzonej działalności gospodarczej i zwiększeniu tempa rozwoju, skorzystano z wyników pogłębionych badań przeprowadzonych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy w ramach projektu „Too Much Finance”, opartych na danych ekonomicznych ze 176 krajów z lat 1980–2013 (IMF, 2015). Posługując się konstrukcyjnie zbliżonym tzw. globalnym wskaźnikiem finansyzacji gospodarki (*Global Findex*), wyznaczono przedział wielkości odpowiedniego stopnia finansyzacji podmiotów sfery realnej, przy którym osiągnięte jest wysokie tempo rozwoju gospodarczego kraju. Wynosi on od 0,4 do 0,7 wielkości *Global Findex*. Wskazano również, że jeśli indeks ten jest poniżej 0,25, to rozwój gospodarki jest powolny, znacznie mniejszy od potencjału ekonomicznego kraju, a jeśli jest powyżej 0,7 – następuje spadek tempa wzrostu gospodarczego. Wielkości te stały się wzorcem przyjętym do interpretacji zaproponowanego wskaźnika syntetycznego, co zostało przedstawione w tabeli 3.

2. Weryfikacja syntetycznego wskaźnika stopnia finansyzacji przedsiębiorstw

W celu sprawdzenia możliwości oceny stopnia finansyzacji przedsiębiorstw opracowanym wskaźnikiem syntetycznym obliczono jego wielkość dla giełdowych spółek niefinansowych z indeksu WIG-30. Wybór do testu grupy największych przedsiębiorstw jest ściśle związany z udokumentowaną w literaturze tezą, że silniejszej finansyzacji podlegają korporacje, większe, a nie mniejsze jednostki gospodarcze (Lapavitsas, Mendieta-Muñoz, 2016). Według stanu na dzień 1 stycznia 2016 roku w skład indeksu WIG-30 wchodziło dwadzieścia spółek

spoza sektora FIRE³. Za okres badawczy przyjęto lata 2006–2015. Horyzont czasowy, mimo stosunkowo krótkiego okresu 10 lat, sprzyjał obserwacji kształtowania się stopnia finansyzacji, gdyż objął czas przed okresem i po okresie spowolnienia gospodarki polskiej, będącego skutkiem globalnego kryzysu finansowego z 2007 roku, co mogło mieć wpływ na zmiany zachowań przedsiębiorstw.

Niezbędne dane do obliczenia poszczególnych wskaźników cząstkowych pozyskano ze skonsolidowanych sprawozdań finansowych zamieszczonych w raportach rocznych każdej ze spółek. W nielicznych przypadkach braku danych odpowiednie wielkości finansowe uzupełniono z innych źródeł. Dla rozpatrywanego okresu 10 lat i zbiorowości dwudziestu spółek obliczono łącznie 2400 wskaźników cząstkowych. Procedura wykonanych obliczeń przebiegała w skrócie następująco:

- odrębnie dla każdej spółki i dla każdego roku obliczano zestaw przyjętych wskaźników cząstkowych;
- wyznaczano następnie dla badanej zbiorowości średnią roczną wielkość poszczególnych wskaźników cząstkowych; w celu uniknięcia wpływu skrajnych wielkości na poziom średniej zastosowano dziesięcioprocentową winsoryzację danych;
- średnie winsorowskie poszczególnych wskaźników cząstkowych utworzyły odpowiednie indeksy finansyzacji obszarów działalności przedsiębiorstw;
- średnia z indeksów przyniosła dla każdego roku rozpatrywanego okresu syntetyczny wskaźnik stopnia finansyzacji badanych spółek.

W tabeli 4 zostały zestawione wyniki obliczeń wskaźników cząstkowych, z których ustalono indeksy finansyzacji obszarów działalności badanych przedsiębiorstw oraz wskaźnik syntetyczny. Zbieżność kształtowania się trendu wskaźnika syntetycznego oraz indeksów obszarów finansyzacji przedsiębiorstw (rys. 1) pozwala ostrożnie stwierdzić, że jest on poprawnym miernikiem stopnia występowania badanego zjawiska w jednostkach gospodarczych.

Analizując rysunek 1 oraz dane z tabeli 4, można zaobserwować zarówno zmiany ogólnego stopnia finansyzacji badanych przedsiębiorstw, jak i obszary jej silniejszego bądź słabszego występowania. Widać wyraźnie, że zmiany stopnia finansyzacji przebiegają w podobny sposób we wszystkich trzech obszarach jej pomiaru i charakteryzują się wolną tendencją wzrostową z krótkookresowymi wahaniami. Silniejszy od ogólnego stopień finansyzacji występuje w działalności finansowej oraz w zakresie podziału zysku, słabszy natomiast w obszarze inwestycyjnym. Każdy z ocenianych obszarów oddziaływania finansyzacji, jak również jej ogólny stopień są umiarkowane, stabilne, z tendencją do osiągnięcia optymalnego poziomu. Trendy mają na ogół przebieg płaski, co świadczy o niewielkim wpływie zjawiska finansyzacji na działalność przedsiębiorstw w Polsce.

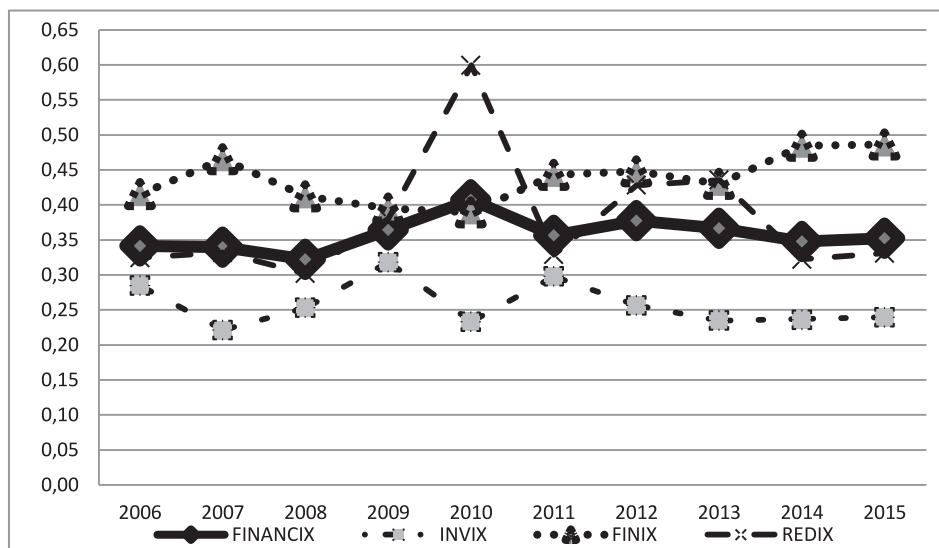
³ Sektor FIRE (ang. *finance, insurance, and real estate*) obejmuje jednostki działające w sektorze finansowym.

Tabela 4

Wielkości wskaźników cząstkowych i syntetycznego wskaźnika finansyzacji badanych spółek (lata 2006–2015)

Wskaźnik	Rok										Średnio za lata 2006– 2015
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
Obszar działalności inwestycyjnej											
LTFINA	0,0837	0,0692	0,0683	0,1100	0,0447	0,0330	0,0534	0,0431	0,0557	0,0743	0,0635
STFINA	0,3465	0,2831	0,3290	0,3425	0,3232	0,3294	0,2421	0,2581	0,3163	0,3422	0,3112
FINREV	0,0293	0,0151	0,0194	0,0211	0,0113	0,0183	0,0093	0,0089	0,0092	0,0068	0,0149
ICOFFINA	0,2558	0,0754	0,2624	0,3329	0,2141	0,3761	0,2455	0,1595	0,1926	0,1970	0,2311
ICIFFINA	0,7081	0,6634	0,5859	0,7844	0,5727	0,7328	0,7324	0,7036	0,6062	0,5772	0,6667
INVIX	0,2847	0,2212	0,2530	0,3182	0,2332	0,2979	0,2565	0,2346	0,2360	0,2395	0,2575
<i>odch. std</i>	<i>0,1501</i>	<i>0,1287</i>	<i>0,1030</i>	<i>0,1123</i>	<i>0,1404</i>	<i>0,1112</i>	<i>0,0924</i>	<i>0,0814</i>	<i>0,0907</i>	<i>0,1068</i>	<i>0,1130</i>
<i>minimum</i>	<i>0,0621</i>	<i>0,0181</i>	<i>0,1141</i>	<i>0,1517</i>	<i>0,0903</i>	<i>0,1250</i>	<i>0,1081</i>	<i>0,0710</i>	<i>0,0752</i>	<i>0,0472</i>	<i>0,2212</i>
<i>maksimum</i>	<i>0,5244</i>	<i>0,3714</i>	<i>0,4541</i>	<i>0,4788</i>	<i>0,4467</i>	<i>0,4639</i>	<i>0,4199</i>	<i>0,3269</i>	<i>0,3698</i>	<i>0,3788</i>	<i>0,3182</i>
Obszar działalności finansowej											
DEBTFIN	0,2970	0,2298	0,1941	0,2056	0,1904	0,2179	0,2290	0,2104	0,2706	0,2874	0,2332
CREDIT	0,4660	0,5105	0,4824	0,5216	0,4630	0,5060	0,5445	0,5557	0,5722	0,5781	0,5200
FINCOST	0,0278	0,0236	0,0352	0,0229	0,0217	0,0280	0,0176	0,0194	0,0320	0,0208	0,0249
FCOFDEB	0,6562	0,6224	0,7021	0,5366	0,6015	0,6142	0,5766	0,5993	0,7321	0,7070	0,6348
FCIFDEB	0,6310	0,9418	0,6478	0,6874	0,6703	0,8487	0,8720	0,7651	0,8169	0,8385	0,7720
FINIX	0,4156	0,4656	0,4123	0,3948	0,3894	0,4431	0,4479	0,4300	0,4848	0,4864	0,4370
<i>odch. std</i>	<i>0,2093</i>	<i>0,1317</i>	<i>0,1659</i>	<i>0,1712</i>	<i>0,1816</i>	<i>0,1462</i>	<i>0,1197</i>	<i>0,1119</i>	<i>0,1397</i>	<i>0,1031</i>	<i>0,1489</i>
<i>minimum</i>	<i>0,0010</i>	<i>0,2601</i>	<i>0,1288</i>	<i>0,0976</i>	<i>0,1144</i>	<i>0,2254</i>	<i>0,2707</i>	<i>0,2101</i>	<i>0,2106</i>	<i>0,2198</i>	<i>0,3894</i>
<i>maksimum</i>	<i>0,6080</i>	<i>0,6785</i>	<i>0,6543</i>	<i>0,6682</i>	<i>0,6582</i>	<i>0,6658</i>	<i>0,6500</i>	<i>0,6363</i>	<i>0,7202</i>	<i>0,6069</i>	<i>0,4864</i>
Obszar podziału zysku											
PAYOUT	0,3053	0,2863	0,3063	0,3743	0,8772	0,2721	0,4332	0,4705	0,3766	0,3689	0,4071
COFEQU	0,3438	0,3776	0,2979	0,3865	0,3215	0,3858	0,4234	0,4007	0,2679	0,2930	0,3498
REDIX	0,3246	0,3320	0,3021	0,3804	0,5994	0,3290	0,4283	0,4356	0,3223	0,3310	0,3784
<i>odch. std</i>	<i>0,3423</i>	<i>0,3294</i>	<i>0,2819</i>	<i>0,3080</i>	<i>0,3160</i>	<i>0,3344</i>	<i>0,4579</i>	<i>0,3532</i>	<i>0,2600</i>	<i>0,4049</i>	<i>0,3380</i>
<i>minimum</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,3021</i>
<i>maksimum</i>	<i>0,9843</i>	<i>0,8254</i>	<i>0,8737</i>	<i>0,9564</i>	<i>0,9754</i>	<i>0,9731</i>	<i>0,9537</i>	<i>0,8314</i>	<i>0,6995</i>	<i>0,8410</i>	<i>0,5994</i>
Syntetyczny wskaźnik stopnia finansyzacji przedsiębiorstw											
FINANCIX	0,3416	0,3396	0,3224	0,3645	0,4073	0,3567	0,3776	0,3667	0,3477	0,3523	0,3576
<i>odch. std</i>	<i>0,0593</i>	<i>0,0766</i>	<i>0,1020</i>	<i>0,0854</i>	<i>0,4271</i>	<i>0,0959</i>	<i>0,1377</i>	<i>0,1409</i>	<i>0,1068</i>	<i>0,1240</i>	<i>0,1356</i>
<i>minimum</i>	<i>0,2310</i>	<i>0,1816</i>	<i>0,1068</i>	<i>0,2693</i>	<i>0,1634</i>	<i>0,1907</i>	<i>0,2247</i>	<i>0,1164</i>	<i>0,1157</i>	<i>0,1985</i>	<i>0,1798</i>
<i>maksimum</i>	<i>0,4610</i>	<i>0,4539</i>	<i>0,4881</i>	<i>0,5739</i>	<i>0,7429</i>	<i>0,5059</i>	<i>0,7020</i>	<i>0,6945</i>	<i>0,4671</i>	<i>0,6838</i>	<i>0,5773</i>

Źródło: obliczenia własne.

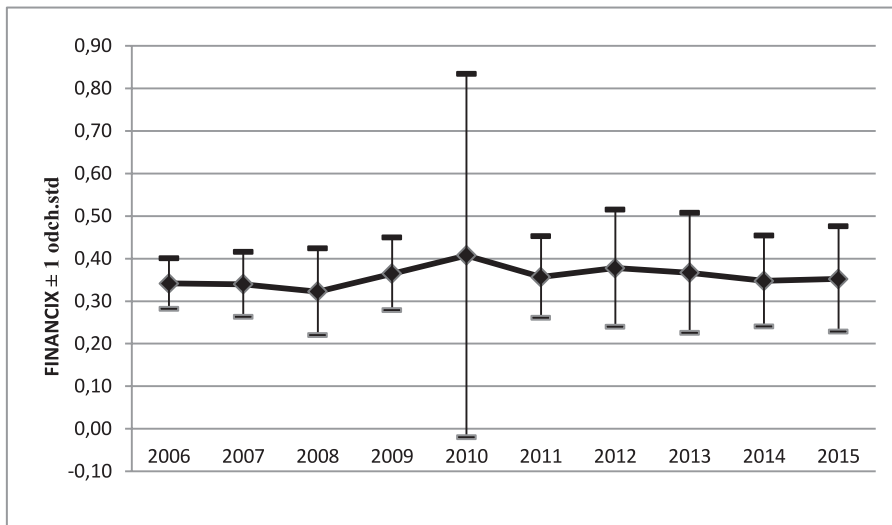


Rysunek 1. Kształtowanie się syntetycznego wskaźnika stopnia finansacji badanych spółek i jego indeksów cząstkowych w latach 2006–2015

Źródło: opracowanie własne.

Zgodnie z wielkościami poszczególnych wskaźników cząstkowych za źródła silniejszej finansacji przedsiębiorstw w obszarze finansowania należy uznać wyższy udział kredytów i pożyczek zarówno w pasywach ogółem, jak i w zobowiązaniach ogółem, co wywołuje wzrost wydatków na ich pokrycie. Sytuacja ta jest typowa dla spółek giełdowych, które mając ułatwiony dostęp do wielu rynkowych i kredytowych instrumentów dłużnych, szeroko korzystają z tych możliwości. Z kolei wysoka finansacja decyzji w zakresie podziału zysku ma źródło w przyjętej przez większość badanych spółek polityce stałych wypłat dywidend i dążeniu w ten sposób do bieżącego, krótkoterminowego zaspokajania oczekiwań inwestorów w ramach realizacji koncepcji zarządzania wartością. W końcu słabsza finansacja działalności inwestycyjnej jest skutkiem bezpiecznego, czyli niskiego ufinansowania struktury ich aktywów, i oparcia rozwoju na wynikach z działalności operacyjnej.

Należy w tym miejscu nawiązać jeszcze do równowagi ogólnego stopnia finansacji przedsiębiorstw. Za miarę równowagi przyjęto odchylenie standardowe *FINANCIX*. Wysokie odchylenie standardowe może wskazywać na prawdopodobieństwo zmiany trendu i obniżenie się lub wzrost ogólnego stopnia finansacji przedsiębiorstw. Zgodnie bowiem z teorią Lyapunova (1992) zakłócenia przebiegu trendu występują wówczas, gdy poszczególne składniki modelu nadmiernie odchylają się od siebie.



Rysunek 2. Zmiana syntetycznego wskaźnika stopnia finansyzacji przedsiębiorstw i jego odchylenia standardowe

Źródło: opracowanie własne.

Z porównania rysunków 1 i 2 wynika, że wzrost odchylenia standardowego występuje w tych okresach, w których rośnie *REDIX*, a obniża się *INVIX*. W 2010 roku zarówno wielkość wskaźnika syntetycznego, jak i jego odchylenie standardowe były najwyższe w całym rozpatrywanym czasie, co spowodowało późniejszy spadek stopnia finansyzacji badanych spółek. Wysokie odchylenia standardowe wystąpiły jeszcze w 2008 i 2011 roku, co skutkowało wówczas wzrostem stopnia finansyzacji przedsiębiorstw, oraz w latach 2012–2013, co obniżyło jej ogólny stopień. Dość wysokie odchylenie standardowe wskaźnika w 2015 roku sugeruje zmianę, prawdopodobnie wzrost stopnia finansyzacji badanych spółek niefinansowych.

3. Możliwości wykorzystania wskaźnika stopnia finansyzacji przedsiębiorstw

Istotnym zagadnieniem jest aspekt aplikacyjny syntetycznego wskaźnika stopnia finansyzacji przedsiębiorstw. Można przyjąć przynajmniej trzy możliwości jego wykorzystania, a mianowicie: a) w zakresie analizy finansowej; b) badań ekonometrycznych; c) prognozowania.

Aplikacja wskaźnika syntetycznego na potrzeby analizy finansowej nie odbiega od zastosowań innych wskaźników finansowych. Poza porównaniem w czasie trendu finansyzacji pojedynczych lub sektorowo powiązanych spółek można prowadzić również badania kształtowania się tego zjawiska międzysektorowo, w różnych klasach przedsiębiorstw, czy w porównaniu do podmiotów gospodarczych działających na innych rynkach. Poza tym jeśli w wyniku wiarygodnych analiz ekonometrycznych zostałyby określony optymalny stopień

finansyzacji przedsiębiorstw, to kształtowanie wskaźnika syntetycznego mogłoby zostać porównane z ustaloną jego wielkością normatywną czy postulowaną dla danego kraju. Ponadto analiza kształtowania się zmiennych jednostkowych pozwala wskazać wewnętrzne przyczyny (źródła) zmiany ogólnego stopnia finansyzacji przedsiębiorstw.

Z kolei w badaniach ekonometrycznych wskaźnik stopnia finansyzacji przedsiębiorstw może być zarówno zmienną niezależną, jak i zależną. Jako zmienna niezależna może zostać wykorzystany w ocenie wpływu stopnia finansyzacji jednostek sektora realnego na efektywność (rentowność, produktywność, wydajność), ryzyko prowadzonej działalności gospodarczej, płynność finansową, wartość rynkową przedsiębiorstw, tempo ich wzrostu i rozwoju, jak również całej gospodarki. Ostatnia z przedstawionych możliwości wykorzystania wskaźnika jest szczególnie ważna w kontekście wielokrotnie wykazanego, negatywnego oddziaływania zarówno zbyt niskiej, jak i nadmiernej finansyzacji na tempo wzrostu gospodarczego (Arcand, Berkes, Panizza, 2012; Greenwood, Scharfstein, 2013; Tomaskovic-Devey i in., 2014; IMF, 2015). Zależność między stopniem finansyzacji i tempem rozwoju przyjmuje w skali makroekonomicznej kształt krzywoliniijny odwróconego „U”. Istnieje zatem określony stopień finansyzacji, który zapewnia najwyższe tempo wzrostu gospodarczego⁴. Interesującym i ważnym celem badawczym może się stać próba wykorzystania zaproponowanego wskaźnika do ustalenia optymalnego stopnia finansyzacji przedsiębiorstwa, przy którym zostanie osiągnięte najwyższe tempo jego wzrostu. Ponadto jeśli wzrost i rozwój będą mierzone wartością dodaną, to zwracając uwagę na jej komponenty, można podjąć próbę oceny wpływu stopnia finansyzacji na ich kształtowanie.

Wykorzystanie natomiast wskaźnika syntetycznego jako zmiennej niezależnej wpływającej na wartość rynkową przedsiębiorstw należy powiązać z koncepcją zarządzania wartością, traktowaną jako jedna z kluczowych przesłanek finansyzacji jednostek gospodarczych (Froud i in., 2000; Williams, 2000). Celem analizy ekonometrycznej byłaby chociaż weryfikacja prawdziwości hipotezy o szkodliwym wpływie finansyzacji na wartość przedsiębiorstw w długim okresie. W wyniku badań warto byłoby również uzyskać odpowiedź na pytanie o wpływ stopnia finansyzacji przedsiębiorstw na zachowania inwestorów na rynku. Badaniu może podlegać w końcu wpływ finansyzacji na wielkości wskaźników rynkowych, powszechnie wykorzystywanych przez analityków fundamentalnych.

Traktując z kolei syntetyczny wskaźnik stopnia finansyzacji jako zmienną zależną, można wskazać przynajmniej następujące możliwości jego wykorzystania w badaniach: 1) przy ocenie wpływu zmian w otoczeniu finansowym na stopień finansyzacji przedsiębiorstw; 2) w analizie wrażliwości stopnia finansyzacji jednostki na zmiany w realizowanej przez nią polityce inwestycyjnej, finansowej i podziału zysku; 3) w celu sprawdzenia oddziaływania zasad ładu korporacyjnego na stopień finansyzacji przedsiębiorstw.

W końcu ocenę wahań stopnia finansyzacji przedsiębiorstw w wyniku zmian zachodzących w polityce inwestycyjnej, strukturze kapitału oraz w zakresie podziału zysku można powiązać z zastosowaniem zaproponowanego wskaźnika do prognozowania właściwego poziomu ufinansowania jednostki w perspektywie kilku lat. W tym celu należy podjąć

⁴ Wielkość ta, wynikająca z ostatnich badań, została podana we wcześniejszym punkcie artykułu.

próbę konstrukcji różnych modeli o charakterze szczegółowym (z uwzględnieniem indeksów obszarów finansyzacji) i ogólnym (z uwzględnieniem wskaźnika syntetycznego i jego odchylenia standardowego). Ponadto, jeśli w wyniku analizy ekonometrycznej potwierdziłoby się wspomniane krzywoliniowe kształtowanie się zależności między stopniem finansyzacji i rozwojem przedsiębiorstwa, można prognozować taki jej poziom, który zapewni realizację funkcji celu producenta, jaką jest maksymalizacja zysku i produkcji z posiadanych zasobów oraz wzrost i rozwój jednostki gospodarczej przy jednoczesnym ograniczaniu ryzyka.

Uwagi końcowe

Finansyzacja wzbudza coraz szersze zainteresowanie w środowisku ekonomicznym. Wymaga więc dostosowania narzędzi naukowego rozumowania do rozstrzygania związanych z nią dylematów. Celem opracowania było wskazanie argumentów przemawiających za koniecznością przygotowania spójnej metody oceny stopnia finansyzacji podmiotów realnej sfery gospodarki. Na podstawie analizy dotychczasowych doświadczeń z pomiarem skutków finansyzacji przedstawiono postać syntetycznego wskaźnika stopnia finansyzacji przedsiębiorstw oraz zasugerowano możliwości jego wykorzystania w analizie ekonomicznej i badaniach empirycznych. Zaproponowany wskaźnik wydaje się właściwym narzędziem pomiaru stopnia finansyzacji, ponieważ obejmuje zasięgiem wszelkie obserwowane obszary jej występowania w przedsiębiorstwach, odwołuje się do kluczowych decyzji z zakresu zarządzania finansami oraz jest możliwy do obliczenia z danych zamieszczanych w sprawozdaniu finansowym. Daje to szansę na jego wykorzystanie zarówno przez służby finansowe przedsiębiorstw, jak i analityków ekonomicznych.

Należy w tym miejscu zwrócić uwagę, że przedstawiony wskaźnik został oparty na zmiennych wewnętrznych. Przyczyny finansyzacji występują także w środowisku finansowym działalności jednostek gospodarczych. Są czynnikami zewnętrznymi kształtującymi jej poziom w przedsiębiorstwach. Wielkości te nie zostały uwzględnione w kompozycji wskaźnika. Dopiero po jednoznacznym rozstrzygnięciu i wskazaniu kluczowych, wewnętrznych przesłanek finansyzacji warto podjąć próbę uzupełnienia postaci proponowanego wskaźnika o zmienne zewnętrzne.

Choć celem artykułu nie była ocena stopnia finansyzacji przedsiębiorstw w Polsce, przeprowadzając weryfikację poprawności konstruktu wskaźnika, dokonano przy jego użyciu analizy wybranych spółek notowanych na GPW w Warszawie. Wyniki badania potwierdzają wnioski z wcześniejszych obserwacji empirycznych o niskim, ewentualnie umiarkowanym stopniu finansyzacji gospodarki polskiej (Gołębiowski, Szczepankowski, 2015) i jej podmiotów (Szczepankowski, 2016). Sugeruje to sformułowanie wniosku natury ogólnej o bezpiecznym poziomie uzależnienia sfery realnej od finansowej w Polsce lub zaakceptowanie prawdziwości twierdzenia, że im gospodarka jest mniejsza, peryferyjna, tym jej finansyzacja jest słabsza lub wolniejsza (Lewicki, 2014), również w odniesieniu do jej podmiotów.

Literatura

- Andersson, T., Haslam, C., Lee, E., Ketchos, G., Tsitsianis, N. (2010). Corporate Strategy Financialized: Conjunction, Arbitrage and Earnings Capacity in the S&P500. *Accounting Forum*, 34 (3–4), 211–221.
- Arcand, J.-L., Berkes, E., Panizza, U. (2012). *Too Much Finance?* IMF Working Paper, WP/12/161, 1–50.
- Barczyk, R., Lubiński, M., Małeck, W. (2014). *Banki a cykle koniunkturalne*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Bates, T.W., Kahle, K.M., Stulz, R.M. (2009). Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To? *The Journal of Finance*, 64 (5), 1985–2021.
- Baud, C., Durand, C. (2012). Financialization, Globalization and the Making of Profits by Leading Retailers. *Socio-Economic Review*, 10, 241–266.
- Berstein, S. (2012). Does Going Public Affect Innovation? *Stanford Research Paper*, 2126, 1–73.
- Białek-Jaworska, A. (2015). Źródła pochodzenia oszczędności przedsiębiorstw w dobie finansjalizacji. Working Paper Delab UW, 7, 1–24.
- Chang, A., Teshler, D.C., Leung, K. (2014). *Cash Update: Cheap Debt Fuels Record Cash Growth*. Standard and Poor's Rating Services.
- Crotty, J. (2005). The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Modern Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era. W: G.A. Epstein (red.), *Financialization and the World Economy* (s. 77–110). Northampton: Edward Elgar Publishing.
- Davis, L. (2013). *Financialization and the Nonfinancial Corporation: an Investigation of Firm-Level Investment Behavior in the U.S. 1971–2011*. University of Massachusetts, Amherst Working Paper, 2013-08.
- Dembinski, P. (2011). *Finanse po zawale. Od euforii finansowej do gospodarczego ładu*. Warszawa: Studio EMKA.
- Dobbin, F., Jung, J. (2010). The Misapplication of Mr. Michael Jensen: How Agency Theory Brought down the Economy and Why it Might Again. W: *Markets on Trial: The Economic Sociology of the U.S. Financial Crisis: Part A Research in the Sociology of Organizations* (vol. 30B, s. 29–64). Emerald.
- Dobbin, F., Zorn, D. (2005). Corporate Malfeasance and the Myth of Shareholder Value. *Political Power and Social Theory*, 17, 179–198.
- Dudziński, J. (2011). The Current Economic Paradigm in the Light of Financialisation. *Folia Oeconomica Stettinensia*, 10 (1), 20–35.
- Dumenil, G., Levy, D. (2005). The Real and Financial Components of Profitability (USA 1952–2000). *Review of Radical Political Economics*, 36 (1), 82–110.
- Dunhaupt, P. (2014). *An Empirical Assessment of the Contribution of Financialization and Corporate Governance to the Rise in Income Inequality*. Berlin: Institute for International Political Economy. Working Paper, 41, 1–42.
- Erturk, I., Froud, J., Johal, S., Leaver, A., Williams, K. (2008). *Financialization at Work: Key Texts and Commentary*. London & New York: Routledge.
- Fine, B. (2008). *From Financialisation to Neo-Liberalism: Engaging Neo-Liberalism*. School of Oriental and African Studies, University of London.
- Fligstein, N., Shin, T. (2007). Shareholder Value and the Transformation of the U.S. Economy, 1984–2000. *Sociological Forum*, 22 (4), 399–424.
- Froud, J., Haslam, C., Johal, S., Williams, K. (2000). Consultancy Promises, Management Moves: Shareholder Value and Financialisation. *Economy and Society*, 29 (1), 80–110.
- Goldstein, A. (2012). Revenge of the Managers. *American Sociological Review*, 77, 268–294.
- Gołębiowski, G., Szczepankowski, P. (2015). Finansyzacja gospodarki krajów Europy Środkowo-Wschodniej. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 77 (4), 197–215.
- Grullon, G., Michaely, R. (2002). Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. *The Journal of Finance*, 57, 1649–1684.
- Greenwood, R., Scharfstein, D. (2013). The Growth of Finance. *Journal of Economic Perspectives*, 27 (2), 3–28.
- Höpner M. (2001). *Corporate Governance in Transition: Ten Empirical Findings on Shareholder Value and Industrial Relations in Germany*. Max Planck Institute for the Study of Societies, Working Paper, 5.

- Hudson, M. (2010). *How Brazil Can Defend Against Financialisation and Keep Its Economic Surplus for Itself*. Levy Economics Institute, Working Paper, 634.
- IMF (2015). *Rethinking Financial Deeping: Stability and Growth in Emerging Markets*. IMF Discussion Note, SDN/15/08, 1–41.
- Jajuga K. (2014). W poszukiwaniu miar ryzyka finansowego. W: J. Czekał, S. Owsiak (red.), *Finanse w rozwoju gospodarczym i społecznym* (s. 147–157). Warszawa: PWE.
- Kamela-Sowińska, A. (2014). Finansyzacja gospodarki wyzwaniem dla rachunkowości. W: D. Dziawgo, G. Borys (red.), *Rachunkowość na rzecz zrównoważonego rozwoju. Gospodarka – etyka – środowisko* (s. 145–151). Wrocław: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.
- Krier, D. (2005). *Speculative Management: Stock Market Power and Corporate Change*. Albany: State University of New York Press.
- Krippner, G. (2005). The Financialization of American Economy. *Socio-Economic Review*, 3, 173–208.
- Krippner, G. (2011). *Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance*. Oxford: Harvard University Press.
- Kus, B. (2012). Financialisation and Income Inequality in OECD Nations: 1995–2007. *The Economic and Social Review*, 43 (4), 477–495.
- Lapavistas, C., Mendieta-Muñoz, I. (2016). The Profits of Financialization. *Monthly Review*, 68 (3), 1–11.
- Lazonick, W., O’Sullivan, M. (2000). Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. *Economy and Society*, 29 (1), 13–35.
- Lewicki, M. (2014). Zbyt mała, aby sfinansjalizować? Procesy finansjalizacji i polska gospodarka. *Prakseologia*, 155, 125–173.
- Lin, K.H. (2013). *The Rise of Finance and Firm Employment Dynamics, 1982–2005*. SSRN Electronic Journal. DOI:10.2139/ssrn.2284507.
- Lyapunov, A.M. (1992). *The General Problem of the Stability of Motion*. London: Taylor & Francis.
- Milberg, W. (2009). Shifting Sources and Uses of Profits: Sustaining US Financialization with Global Value Chains. *Economy and Society*, 37 (3), 420–451.
- Morin, F. (2000). A Transformation in the French Model of Shareholding and Management. *Economy and Society*, 29 (1), 36–53.
- Nolke, A., Perry, J. (2007). The Power of Transnational Private Governance: Financialization and the IASB. *Business and Politics*, 9 (3), article 4, 1–25.
- Orhangazi, O. (2008). Financialization and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973–2003. *Cambridge Journal of Economics*, 32, 863–886.
- Remlein, M. (2015a). Finansyzacja i jej skutki w sprawozdaniu finansowym polskich spółek giełdowych branży paliwowej. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 82 (138), 129–139.
- Remlein, M. (2015b). Wpływ finansyzacji gospodarki na wyniki finansowe polskich przedsiębiorstw. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 873. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 77, 169–180.
- Socha, Ł.M. (2016). Ufinansowanie spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2005–2012. W: A. Gemzik-Salwach, K. Opolski (red.), *Finansjalizacja. Wpływ na gospodarkę i społeczeństwo* (s. 117–127). Warszawa: CeDeWu.
- Stockhammer, E. (2004). Financialization and the Slowdown of Accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, 28 (5), 719–741.
- Szczepankowski, P. (2015). Wpływ zarządzania wartością na finansjalizację przedsiębiorstw. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 854. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 73, 497–510.
- Szczepankowski, P. (2016). Finansyzacja przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*, 1, 31–47.
- Tomaskovic-Devey, D., Lin, K.H. (2011). Economic Rents and the Financialization of the US Economy. *American Sociological Review*, 76, 538–559.
- Tomaskovic-Devey, D., Lin, K.-H., Meyers, N. (2014). *Did Financialization Reduce Economic Growth?* CAFCA/PERI Workshop on Financialization, Amherst, Massachusetts, December, 1–47.

Van der Zwan, N. (2014). Making Sense of Financialization. *Socio-Economic Review*, 12, 99–129.

Williams, K. (2000). From Shareholder Value to Present-day Capitalism. *Economy and Society*, 29 (1), 1–12.

THE CONCEPT AND APPLICATION OF THE NON-FINANCIAL CORPORATIONS FINANCIALISATION SYNTHETIC INDICATOR

Abstract: *Purpose* – Indication the need to prepare and presenting proposal of the non-financial corporations financialisation synthetic indicator with a discussion of its possible use in financial analysis and forecasting the development of a business unit.

Design/Methodology/approach – Based on the theoretical arguments and actual methods or techniques for financialisation assessing, the synthetic indicator of financialisation degree for the non-financial enterprises was developed. It consists twelve, partial financial ratios, calculated on the basis of data from the financial statements, grouped on three financialisation indexes of the basic financial decision-making areas. The internal consistency of partial indicators was verified statistically, examining financial results of the non-financial corporations in Poland, listed on the Warsaw Stock Exchange and included in the stock index WIG-30.

Findings – The research was confirmed the correctness construction of the non-financial corporations financialisation synthetic indicator. The indicator was also used for conducted a trial to assess financialisation degree of the analyzed companies. It has been shown that the level of the financialisation of the largest listed companies in Poland is moderate and stable, which does not threaten their further growth and development.

Originality/Value – Taking into account the fact that excessive financialisation can make crisis, financial distress and slowing economic growth, assessment of its level by using the synthetic indicator can become a way of facilitating a comprehensive diagnosis of this phenomenon at the degree of the non-financial corporations and a tool to signal a threat to the stability of the real economy.

Keywords: financialisation, non-financial corporations, financial ratios, synthetic indicator

Cytowanie

Szczepankowski, P. (2017). Koncepcja i zastosowanie syntetycznego wskaźnika stopnia finansyzacji przedsiębiorstw. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (86), 287–302. DOI: 10.18276/frfu.2017.86-24.