

**PRACE NAUKOWE**

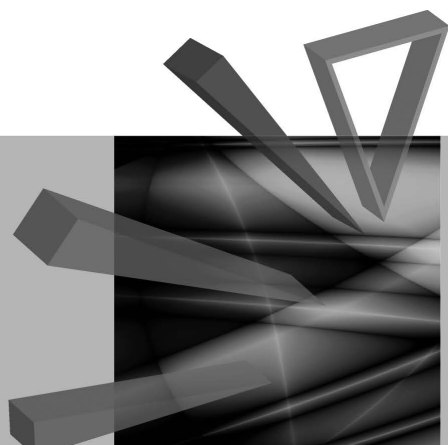
Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

**RESEARCH PAPERS**

of Wrocław University of Economics

**269**

# **Dziś i jutro polityki spójności w Unii Europejskiej**



Redaktorzy naukowi

**Ewa Pancer-Cybulska**

**Ewa Szostak**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2012

Recenzenci: Urszula Kalina-Prasznic, Marek Kozak, Barbara Kryk, Kazimierz Pająk,

Redaktor Wydawnictwa: Barbara Majewska

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Marcin Orszulak

Łamanie: Comp-rajt

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

[www.ibuk.pl](http://www.ibuk.pl), [www.ebscohost.com](http://www.ebscohost.com),

The Central and Eastern European Online Library [www.ceeol.com](http://www.ceeol.com),

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

[http://kangur.uek.krakow.pl/bazy\\_ae/bazekon/nowy/index.php](http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php)

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się

na stronie internetowej Wydawnictwa

[www.wydawnictwo.ue.wroc.pl](http://www.wydawnictwo.ue.wroc.pl)

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie

wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Wrocław 2012

**ISSN 1899-3192**

**ISBN 978-83-7695-282-6**

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

## Spis treści

Wstęp .....	9
<b>Tatyana Andreeva:</b> Present taxation policy in Latvia .....	11
<b>Iwo Augustyński:</b> Wpływ globalnego kryzysu finansowego na strukturę zadłużenia europejskich korporacji .....	23
<b>Krzysztof Biegun:</b> Realizacja antycyklicznej funkcji polityki budżetowej w Polsce w kontekście przygotowań do członkostwa w strefie euro .....	34
<b>Jan Borowiec:</b> Wpływ kryzysu gospodarczego i finansowego na spójność gospodarczą i społeczną Unii Europejskiej .....	47
<b>Jarosław Czaja:</b> Ograniczenia wzrostu emisji obligacji korporacyjnych na obszarze Eurolandu .....	58
<b>Mariusz Czupich, Aranka Ignasiak-Szulc:</b> Wybrane aspekty wzrostu innowacyjności regionu w opinii mieszkańców województw kujawsko-pomorskiego i warmińsko-mazurskiego .....	70
<b>Marek A. Dąbrowski:</b> Źródła wahań realnych kursów walutowych na Litwie, Łotwie i w Polsce w kontekście kryzysu gospodarczego .....	82
<b>Aneta Jarosz-Angowska:</b> Struktura działalności gospodarczej a konkurencyjność regionu .....	97
<b>Wojciech Kosiedowski, Maria Kola-Bezka, Saulius Stanaitis:</b> Przedsiębiorczość w regionach wschodniego pogranicza UE. Wybrane wyniki międzynarodowego badania ankietowego .....	107
<b>Ewa Małuszyńska:</b> Problemy definiowania oraz szacowania wielkości delokalizacji .....	121
<b>Adam Pawlewicz, Piotr Szamrowski:</b> Perspektywy funkcjonowania osi LEADER w nowym okresie programowania 2014-2020 .....	133
<b>Marzena Piotrowska-Trybull, Aranka Ignasiak-Szulc:</b> Rola jednostki wojskowej w rozwoju społeczno-gospodarczym gmin w świetle badań ankietowych .....	144
<b>Mariusz Ratajczak:</b> Zreformowana polityka spójności i jej związek z priorytetami odnowionej Strategii Lizbońskiej .....	158
<b>Adam Roznoch:</b> Podstawowe problemy polityki spójności w Unii Europejskiej po roku 2013 .....	169
<b>Monika Słupińska, Mariusz Wypych:</b> Realizacja zasady partnerstwa na rzecz rozwoju kapitału ludzkiego na poziomie regionu .....	197
<b>Artur Szmaciarski:</b> Rola polityki spójności w realizacji strategii Europa 2020.....	212
<b>Zhanna Tsaurkubule, Alevtina Vishnevskaya:</b> Economic trends analysis of Latvia in EU cohesion policy conditions .....	223

<b>Piotr Zapalowicz:</b> Krytyka polityki spójności z punktu widzenia teorii monetaryzmu .....	231
<b>Andrzej Żuk:</b> Ukierunkowane terytorialnie zintegrowane podejście do rozwoju Unii Europejskiej w kontekście roli polityki spójności do 2020 r. ....	241

## Summaries

<b>Tatyana Andreeva:</b> Aktualna polityka podatkowa Łotwy .....	22
<b>Iwo Augustyński:</b> The effects of the financial crisis on EU corporate debt structure .....	33
<b>Krzysztof Biegun:</b> The implementation of antycyclical fiscal policy in Poland in the context of preparations for membership in the euro area .....	46
<b>Jan Borowiec:</b> The impact of economic and financial crisis on economic and social cohesion of the European Union .....	57
<b>Jarosław Czaja:</b> Limitation of corporate bond issues increase in the Eurozone .....	69
<b>Mariusz Czupich, Aranka Ignasiak-Szulc:</b> Selected aspects of innovativeness improvement in the opinion of the inhabitants of Kujawsko-Pomorskie and Warmińsko-Mazurskie voivodeships .....	81
<b>Marek A. Dąbrowski:</b> Sources of fluctuations in real exchange rates in Lithuania, Latvia and Poland in the context of the global financial crisis .....	96
<b>Aneta Jarosz-Angowska:</b> Structure of economic activity and region competitiveness .....	106
<b>Wojciech Kosiedowski, Maria Kola-Bezka, Saulius Stanaitis:</b> Entrepreneurship in eastern borderlands of the European Union. Selected results of an international survey .....	120
<b>Ewa Maluszyńska:</b> Problems of defining and estimating the size of relocation .....	132
<b>Adam Pawlewicz, Piotr Szamrowski:</b> The perspectives of LEADER axis functioning in the new programming period 2014-2020 .....	143
<b>Marzena Piotrowska-Trybull, Aranka Ignasiak-Szulc:</b> Role of military units in social and economic development of communes according to questionnaire research .....	157
<b>Mariusz Ratajczak:</b> The reformed cohesion policy and its relationship with the priorities of the renewed Lisbon Strategy .....	168
<b>Adam Roznoch:</b> Basic problems of cohesion policy in the European Union after 2013 .....	196
<b>Monika Słupińska, Mariusz Wypych:</b> Implementation of the partnership principle within human capital development policies at the regional level .....	211
<b>Artur Szmaciarski:</b> The role of cohesion policy in the realization of Europe 2020 strategy .....	221

---

<b>Zhanna Tsaarkubule, Alevtina Vishnevskaya:</b> Analiza tendencji w gospodarce Łotwy w warunkach polityki spójności Unii Europejskiej .....	230
<b>Piotr Zapalowicz:</b> Criticism of the cohesion policy from the point of view of monetarism .....	240
<b>Andrzej Żuk:</b> Place based integrated approach to development of the European Union in the context of the role of the cohesion policy up to 2020 ....	248

**Iwo Augustyński**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

---

## WPLYW GLOBALNEGO KRYZYSU FINANSOWEGO NA STRUKTURĘ ZADŁUŻENIA EUROPEJSKICH KORPORACJI

---

**Streszczenie:** Celem artykułu jest weryfikacja następującej hipotezy: rozwój jednolitego rynku europejskiego doprowadził do unifikacji zachowania firm w różnych krajach członkowskich w obliczu globalnego kryzysu finansowego. W tym celu przebadano zmiany wielkości i struktury zadłużenia firm z wybranych krajów członkowskich Unii Europejskiej w latach 2006-2010. Według teorii ekonomicznych możliwe są trzy warianty reakcji przedsiębiorstw na kryzys i spadek stóp procentowych: wzrost popytu na kredyt, utrzymanie zadłużenia na zbliżonym poziomie przy wykorzystaniu możliwości zamiany dotychczasowych długów na niżej oprocentowane, redukcja zadłużenia w celu zrównoważenia bilansów. Hipoteza badawcza została zweryfikowana negatywnie. W efekcie nie można powiedzieć, że któryś z wariantów teoretycznych był uniwersalny.

**Słowa kluczowe:** zadłużenie prywatne, wspólny rynek UE, kryzys finansowy, Unia Europejska.

### 1. Wstęp

W artykule dokonano weryfikacji następującej hipotezy badawczej: rozwój jednolitego rynku europejskiego doprowadził do unifikacji zachowania firm w różnych krajach członkowskich w obliczu globalnego kryzysu finansowego. W tym celu przebadano zmiany w wielkości i strukturze zadłużenia dużych firm z różnych krajów członkowskich Unii Europejskiej w okresie 2006-2010. Taki zakres czasowy umożliwił uwzględnienie sytuacji przed kryzysem (który rozpoczął się w Europie w 2007 r.) oraz najnowszych dostępnych danych.

## 2. Przesłanki teoretyczne

Według teorii makroekonomicznych możliwe są trzy warianty reakcji przedsiębiorstw na kryzys i spadek stóp procentowych<sup>1</sup>. Obowiązująca dotychczas teoria monetarna zakłada, że obniżenie stóp procentowych przez bank centralny doprowadzi do wzrostu popytu na kredyt przez przedsiębiorstwa, które zwiększając swoje zadłużenie, zwiększą inwestycje i sprzedaż, co pozwoli na wyjście z kryzysu. Teorie postkeynesowskie podkreślają, iż jeśli firmy nie widzą perspektyw wzrostu, nie będą inwestowały<sup>2</sup>. Można więc zakładać, iż utrzymają swoje zadłużenie na zbliżonym poziomie, korzystając z możliwości zamiany dotychczasowych długów na nowe, niżej oprocentowane. Trzecią możliwość przedstawia teoria „recesji bilansowej” (*balance sheet recession*)<sup>3</sup>, która mówi, że w warunkach recesji spowodowanej załamaniem rynków kapitałowych, a co za tym idzie spadkiem wartości aktywów, przedsiębiorstwa będą redukowały przede wszystkim swoje zadłużenie, aby zrównoważyć aktywa i pasywa.

Tworzenie wspólnych ram prawnych prowadzenia działalności gospodarczej oraz zmniejszanie się różnic w otoczeniu gospodarczym, spowodowane rozwojem wspólnego rynku, powinno prowadzić do unifikacji zachowań przedsiębiorców w całej Unii Europejskiej. Biorąc pod uwagę stosowane przez rządy państw członkowskich i banki centralne narzędzia polityki monetarnej i fiskalnej, należałoby zakładać, iż wszystkie firmy będą się zachowywały zgodnie z modelem monetarystycznym pozostającym w nurcie ekonomii neoklasycznej.

## 3. Charakterystyka zebranych danych

Do analizy wybrano cztery największe kraje członkowskie UE oraz Grecję, Hiszpanię i Irlandię jako kraje, które najbardziej odczuły skutki kryzysu, a także Polskę i Czechy jako największe gospodarki wśród nowych krajów członkowskich UE. Zmiany w strukturze zadłużenia przeanalizowano poprzez porównanie zadłużenia przedsiębiorstw z tytułu kredytów i obligacji. Zadłużenie to przedstawiono w proporcji do przychodów z działalności operacyjnej. Zabieg ten pozwolił na uwzględnienie czynnika decydującego o możliwościach spłacania zadłużenia, a co za tym idzie – również jego powiększania.

---

<sup>1</sup> Wśród teorii mikroekonomicznych można wyróżnić pięć głównych: teorię kosztów agencyjnych, lewarowania, płynności, opodatkowania oraz sygnalizacji, por. R. Deesomsak i in., *Debt maturity structure and the 1997 Asian financial crisis*, „Journal of Multinational Financial Management” 2009, no. 19; P. Koerner, *The determinants of corporate debt maturity structure: evidence from Czech firms*, „IES Working Paper” 2006, no. 27.

<sup>2</sup> H. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill, 2008.

<sup>3</sup> R.C. Koo, *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*, John Wiley & Sons, 2009.

Przedsiębiorstwa wybrano tak, aby w maksymalnym stopniu pokazać ich zróżnicowanie w gospodarkach poszczególnych krajów. Dlatego w każdym kraju wybrano po 10 pierwszych przedsiębiorstw z każdej kolejnej setki największych firm pod względem aktywów. W efekcie wytypowano dla każdego kraju 30 przedsiębiorstw<sup>4</sup> spełniających następujące dodatkowe kryteria:

- firmy niefinansowe,
- niezależne
- lub państwowe,
- lub będące własnością firm pozaeuropejskich,
  - lub osób prywatnych, rodzin,
  - lub stowarzyszeń.

Następnie firmy podzielono na grupy ze względu na ich aktywa. W ten sposób uzyskano 7 grup. Skład poszczególnych grup ze względu na liczbę firm wchodzących w ich skład oraz ich siedziby zawiera tabela 1.

**Tabela 1.** Badane przedsiębiorstwa w podziale na grupy i kraje pochodzenia

Wielkość przedsiębiorstw wg wartości aktywów [mld euro]	Włochy	Wielka Brytania	Niemcy	Francja	Hiszpania	Irlandia	Polska	Grecja	Czechy	Razem	Suma aktywów [mln euro]
> 100	2	3	6	3	1	0	0	0	0	15	2 432 659
> 40	4	7	4	7	4	0	0	0	0	26	1 767 436
> 10	4	19	0	0	5	4	2	2	0	36	614 102
> 4	0	1	10	10	0	5	5	6	0	37	231 166
> 2	10	0	10	10	10	1	3	2	2	48	139 343
> 1	10	0	0	0	10	9	0	0	2	31	46 304
< 1	0	0	0	0	0	11	20	20	26	77	28 467
Razem	30	30	30	30	30	30	30	30	30	270	5 259 477

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Amadeus<sup>5</sup>.

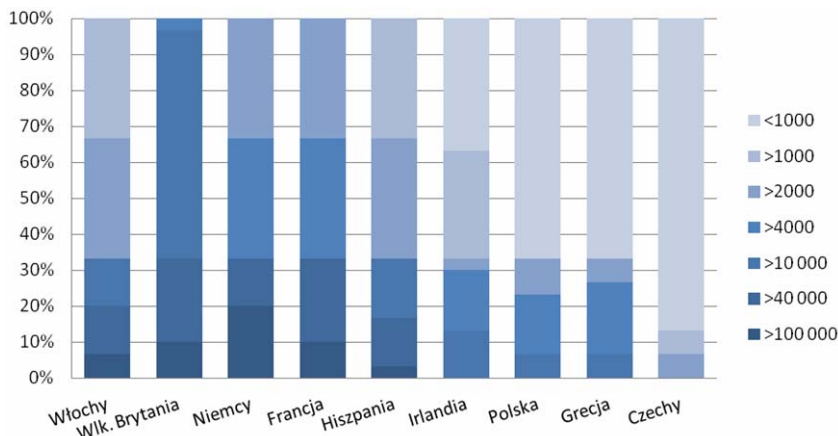
Wielkość przedziałów dobrano tak, aby różnice w wielkości aktywów między firmami z różnych przedziałów były jak największe.

W skład dwóch pierwszych grup wchodzi najmniej przedsiębiorstw, i to tylko z największych krajów członkowskich UE. Najbardziej liczna, co zrozumiałe, jest grupa firm najmniejszych, jednak nie ma wśród nich przedsiębiorstw z krajów największych. Pozostałe grupy są do siebie zbliżone liczebnie z pewną przewagą firm w przedziale 2-4 mld euro. Strukturę firm w poszczególnych krajach przedstawia rys. 1.

<sup>4</sup> Taka wielkość wynika z niewielkiej liczby firm spełniających poniższe kryteria.

<sup>5</sup> Informacje dotyczące zawartości bazy Amadeus dostępne są pod adresem: <http://www.bvdinfo.com/Products/Company-Information/International/AMADEUS.aspx>.



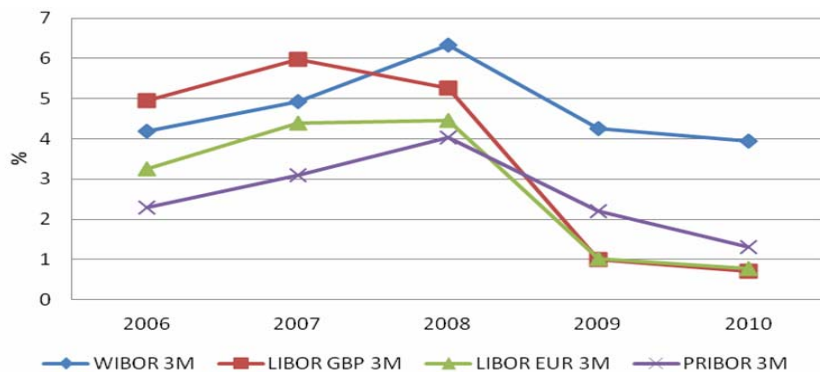


**Rys. 1.** Struktura firm w badanych krajach

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Amadeus.

Dla każdej grupy przedsiębiorstw w każdym państwie obliczono następnie medianę wielkości zadłużenia z tytułu kredytów oraz z tytułu obligacji. Umożliwiło to pokazanie zmian w zadłużeniu w postaci graficznej, a także wyeliminowało problem znacznych wartości skrajnych wynikających z niewielkiej liczby przedsiębiorstw w poszczególnych krajach w największych grupach oraz problem braku części danych w przypadku niektórych firm.

Reakcją banków centralnych w UE na skutki globalnego kryzysu finansowego było drastyczne obniżenie stóp procentowych. Pochodna tych działań to spadek oprocentowania najpopularniejszych trzymiesięcznych depozytów na rynku międzybankowym (rys. 2). W efekcie realne stopy procentowe w strefie euro osiągnęły



**Rys. 2.** Zmiana oprocentowania trzymiesięcznych kredytów na rynku międzybankowym w latach 2006-2010

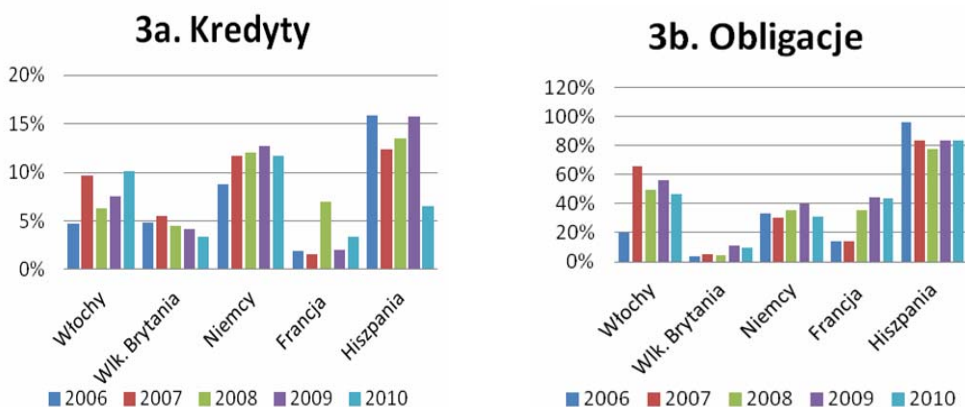
Źródło: [www.stooq.pl](http://www.stooq.pl), Narodowy Bank Czech.

poziom bliski zeru – nieznaną dotąd w krajach UE. Sytuacja taka umożliwiła weryfikację hipotezy badawczej w odniesieniu do zmian w wielkości i strukturze zadłużenia firm europejskich.

Poniżej omówiono zachowanie firm w badanych państwach w ramach poszczególnych grup.

### Grupa I. Przedsiębiorstwa o aktywach większych niż 100 mld euro

W tej grupie znalazło się piętnaście firm z pięciu krajów o łącznej wartości aktywów w 2010 r. ponad 2,4 bln euro, co stanowi prawie połowę wartości aktywów wszystkich badanych przedsiębiorstw.



**Rys. 3a i 3b.** Zmiana zadłużenia w grupie firm największych jako % dochodów operacyjnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Amadeus.

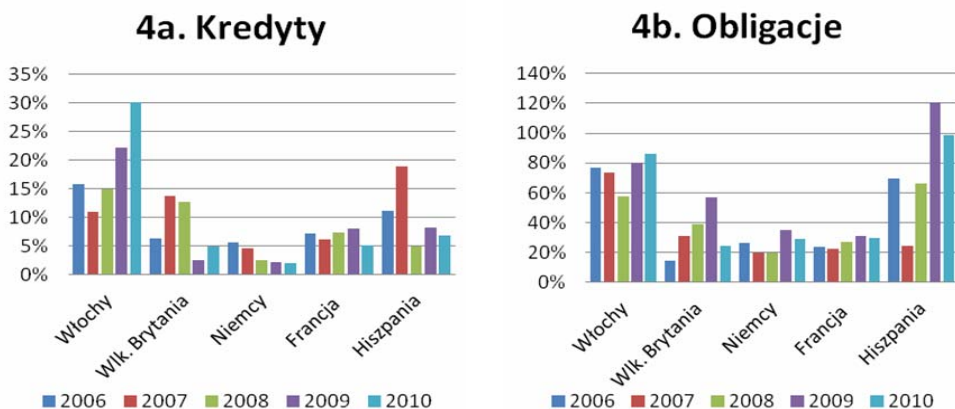
Jak wynika z rys. 3a i 3b, w każdym kraju sytuacja przedsiębiorstw wyglądała inaczej. Co więcej, w tej grupie nie widać również skutków globalnego kryzysu finansowego. Jedyne firma hiszpańska zanotowała wyraźny spadek kredytów w 2010 r., co może być efektem trudności gospodarczych tego kraju. W przypadku firm włoskich widać pewną tendencję do zamiany długu obligacyjnego na kredyty; odwrotną tendencję odnotowują firmy brytyjskie, natomiast firmy niemieckie zwiększają zadłużenie z tytułu kredytów, utrzymując zadłużenie w obligacjach na mniej więcej niezmiennym poziomie. Firmy francuskie z kolei powiększają zadłużenie z obu tytułów, ale kredytowe w mniejszym stopniu.

Generalnie jednak zadłużenie w postaci papierów dłużnych w tej grupie przedsiębiorstw jest znacznie wyższe niż pozostałe i sięga ok. 80% dochodów operacyjnych w przypadku firmy hiszpańskiej. Natomiast przedsiębiorstwa brytyjskie wyróżniają się niewielkim zadłużeniem całkowitym.

### Grupa II. Przedsiębiorstwa o aktywach pomiędzy 100 a 40 mld euro

W tej grupie znalazło się dwadzieścia sześć firm z pięciu krajów o łącznej wartości aktywów w 2010 r. ponad 1,7 bln euro. Wszystkie przedsiębiorstwa pochodzą także z pięciu największych gospodarek UE.

W tej grupie również oznaki kryzysu gospodarczego są mało widoczne (rys. 4a i 4b). Mimo drastycznego obniżenia stóp procentowych w 2009 r. jedynie firmy włoskie i brytyjskie zwiększyły swoje zadłużenie.



Rys. 4a i 4b. Zmiana zadłużenia w grupie firm 40-100 mld euro jako % dochodów operacyjnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Amadeus.

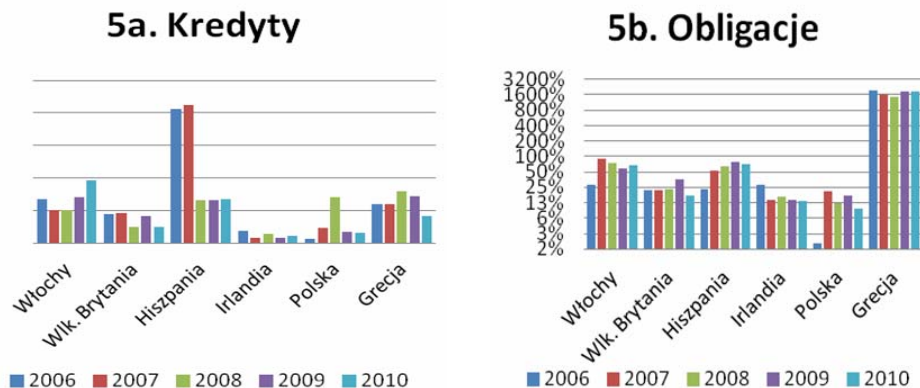
Firmy niemieckie powiększyły swoje zadłużenie z tytułu obligacji, natomiast przedsiębiorstwa hiszpańskie od 2009 r. redukują swoje zadłużenie całkowite, choć z tytułu obligacji jest ono wciąż największe w tej grupie. Firmy włoskie są na drugim miejscu, jednak w 2010 r. stały się najbardziej zadłużone w tej grupie pod względem zadłużenia całkowitego w stosunku do dochodów operacyjnych. Tak więc jedynie one pozytywnie zareagowały na spadek stóp procentowych.

### Grupa III. Przedsiębiorstwa o aktywach pomiędzy 40 a 10 mld euro

W grupie tej nie znalazły się firmy z Niemiec, Francji i Czech. Natomiast najczęściej reprezentowane są przedsiębiorstwa brytyjskie, które stanowią przeszło połowę populacji. Oprócz Grecji, mediana zadłużenia z tytułu obligacji firm z żadnego kraju nie przekracza 100% rocznych dochodów operacyjnych (rys. 5b). Na obraz Grecji wpływa sytuacja jednego przedsiębiorstwa, greckich kolei, które mają ogromne zadłużenie z tego tytułu w stosunku do dochodów. W pozostałych krajach zmiany tego typu zadłużenia są minimalne.

W przypadku kredytów najbardziej zadłużone z tego tytułu firmy hiszpańskie drastycznie zmniejszyły ten dług na skutek globalnego kryzysu finansowego. Przedsiębiorstwa z pozostałych krajów tylko w niewielkim stopniu ograniczyły te-

go rodzaju zadłużenie, a w Polsce i Grecji w 2008 r. wartość udzielonych kredytów wręcz wzrosła – najbardziej w Polsce, bo prawie trzykrotnie (rys. 5a).



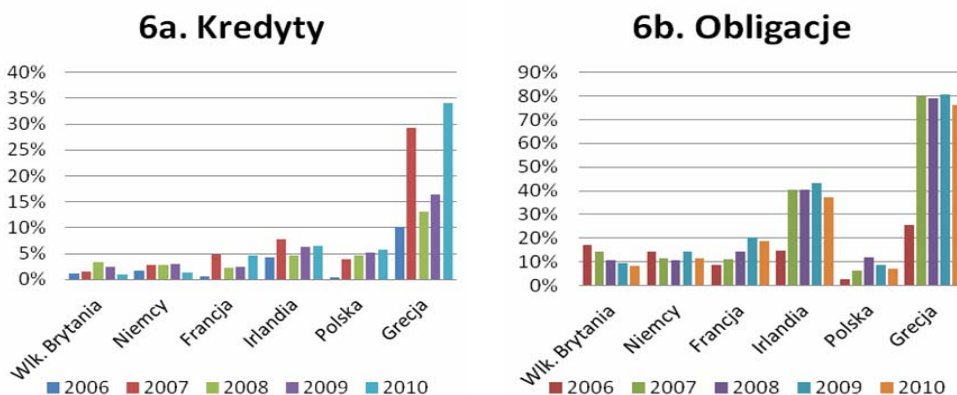
Rys. 5a i 5b. Zmiana zadłużenia w grupie firm 40-10 mld euro jako % dochodów operacyjnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Amadeus.

Reakcja na obniżenie stóp procentowych wśród przedsiębiorstw tej grupy była podobna jak w poprzednim przypadku. Jedynie firmy włoskie zwiększyły swoje zadłużenie całkowite w stosunku do dochodów operacyjnych w latach 2009-2010. Popyt na kredyty wzrósł też minimalnie wśród przedsiębiorstw hiszpańskich i irlandzkich. W pozostałych krajach spadł lub się nie zmienił (Polska).

**Grupa IV. Przedsiębiorstwa o aktywach pomiędzy 10 a 4 mld euro**

Również w tej grupie do najbardziej zadłużonych w stosunku do dochodów operacyjnych należą firmy greckie (rys. 6a i 6b). Następne w kolejności są przed-



Rys. 6a i 6b. Zmiana zadłużenia w grupie firm 10-4 mld euro jako % dochodów operacyjnych

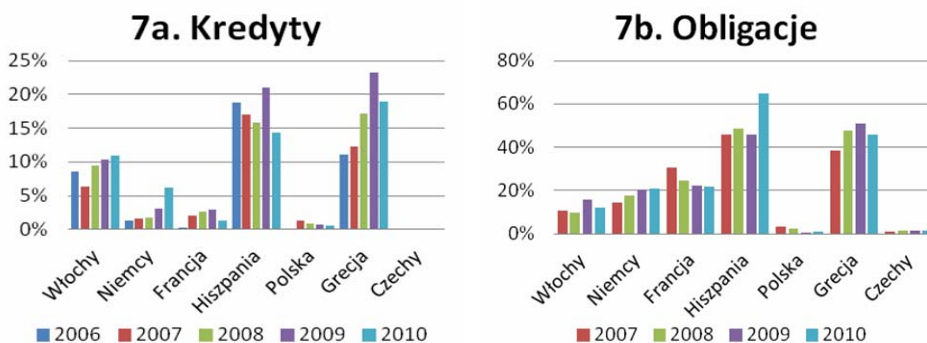
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Amadeus.

siębiorstwa irlandzkie o zadłużeniu z tytułu obligacji o połowę mniejszym niż greckie, a z tytułu kredytów niewiele większym niż w pozostałych krajach. Z wyjątkiem firmy brytyjskiej i firm niemieckich wszystkie pozostałe od 2008 r. zwiększały swój stosunek zadłużenia kredytowego do dochodów operacyjnych. Natomiast w przypadku obligacji tylko firmy francuskie zwiększyły swoje obciążenia z tego tytułu. Najmniej dochodów na obsługę zadłużenia muszą przeznaczać firmy niemieckie i przedsiębiorstwo brytyjskie. Uwagę zwraca niewielkie i malejące wykorzystanie obligacji przez firmy polskie. Sugeruje to niewielki rozwój tego rynku w kraju i jego niewielką atrakcyjność w stosunku do ofert bankowych.

#### Grupa V. Przedsiębiorstwa o aktywach między 4 a 2 mld euro

Również w tej grupie najbardziej zadłużone są firmy greckie i irlandzkie (rys. 7a i 7b). Uwagę zwraca brak zadłużenia przedsiębiorstw czeskich oraz minimalne i malejące zadłużenie firm polskich.

Niskie stopy procentowe zachęciły firmy niemieckie i włoskie do zaciągania kredytów, a także emisji obligacji. Jedyne przedsiębiorstwa francuskie stale zmniejszały obciążenia obligacjami, a w 2010 r. również kredytami. Niemniej w tej grupie we wszystkich krajach z wyjątkiem Grecji i Hiszpanii zadłużenie firm pozostawało na dość niskim poziomie.



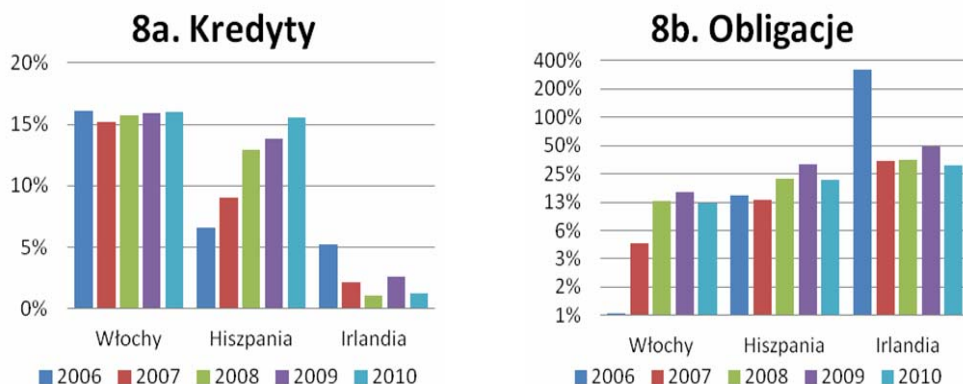
Rys. 7a i 7b. Zmiana zadłużenia w grupie firm 4-2 mld euro jako % dochodów operacyjnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Amadeus.

#### Grupa VI. Przedsiębiorstwa o aktywach pomiędzy 2 a 1 mld euro

Grupa ta obejmuje najmniejszą liczbę krajów, tylko trzy. Z dużych gospodarek krajów UE znajdują się tu tylko podmioty z Włoch. Podobnie jak w innych grupach firmy irlandzkie są w minimalnym stopniu obciążone kredytami, wykorzystują za to w większym stopniu papiery dłużne. Obciążenie z tytułu obligacji maleje w tych przedsiębiorstwach podobnie jak w firmach włoskich i hiszpańskich, które

także zanotowały maksimum zadłużenia z tego tytułu w 2009 r. Natomiast mają one znacznie większe (i rosnące w przypadku Hiszpanii) obciążenia z tytułu kredytów (rys. 8a i 8b).



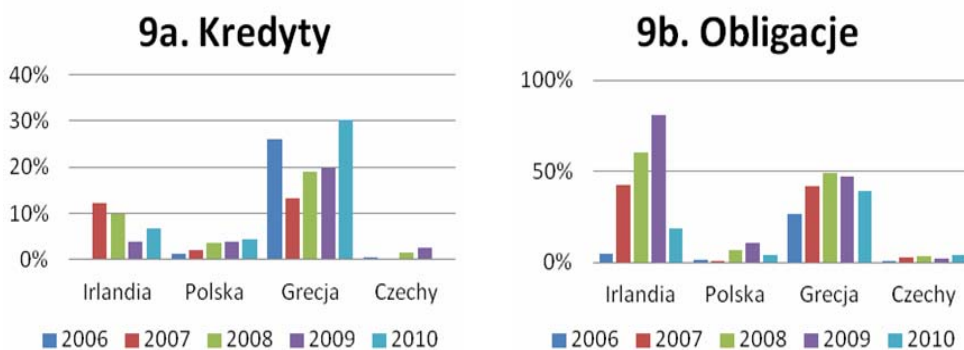
**Rys. 8a i 8b.** Zmiana zadłużenia w grupie firm 2-1 mld euro jako % dochodów operacyjnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Amadeus.

Przedsiębiorstwa w tej grupie, w przeciwieństwie do poprzednich, we wszystkich krajach prowadzą podobną politykę zadłużenia długoterminowego.

**Grupa VII. Przedsiębiorstwa o aktywach poniżej 1 mld euro**

W jej skład wchodzi najwięcej, bo 77 firm. Brakuje jednak przedstawicieli największych krajów UE, włącznie z Hiszpanią. Również w tej grupie widać, że najbardziej zadłużone są firmy greckie i irlandzkie. Podobnie jak w poprzednich



**Rys. 9a i 9b.** Zmiana zadłużenia w grupie firm najmniejszych jako % dochodów operacyjnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Amadeus.

grupach firmy irlandzkie dokonywały stosunkowo znacznych emisji obligacji, jednak w tym przypadku w 2010 r. nastąpiła ich czterokrotna redukcja. Przedsiębiorstwa polskie i czeskie praktycznie nie były zadłużone (rys. 9a i 9b). Tylko zadłużenie z tytułu kredytów firm greckich szybko rosło po załamaniu w 2007 r. i osiągnęło niepokojący rozmiar w stosunku do ich rocznych przychodów operacyjnych.

#### 4. Podsumowanie

Niestety, ograniczenia dotyczące wielkości artykułu nie pozwalają na dogłębną analizę przedstawionych danych. Jednak na podstawie tego, co przedstawiono powyżej, można wysnuć kilka generalnych wniosków, które umożliwią zweryfikowanie hipotezy badawczej.

Wniosek pierwszy. Analiza pokazuje wyraźnie nadmierne zadłużenie firm w krajach, które przeżywają obecnie największe problemy gospodarcze, czyli Grecji, Hiszpanii, Irlandii i Włoch. Jest to dowód na to, iż polityka Europejskiego Banku Centralnego jest niedostosowana do sytuacji w tych krajach i poprzez zbyt niskie stopy procentowe doprowadziła do nadmiernego przyrostu długu przedsiębiorstw.

Wniosek drugi. W przypadku zadłużenia firm greckich, hiszpańskich i irlandzkich z tytułu obligacji działania zaczęły odnosić skutek dopiero w 2010 r.

Wniosek trzeci. W pozostałych krajach zadłużenie z tytułu obligacji nie przekracza 40% przychodów operacyjnych (wyjątek stanowi rok 2009 w przypadku firm brytyjskich – w drugiej grupie) i pozostaje mniej więcej stałe mimo spadku aktywów.

Wniosek czwarty. Podobnie jest w przypadku zadłużenia z tytułu kredytów, które nie przekracza 15% przychodów operacyjnych i tylko minimalnie maleje wraz ze spadkiem aktywów.

Wniosek piąty. Przedsiębiorstwa z nowych krajów członkowskich, nienależące do strefy euro, są najmniej zadłużone spośród wszystkich badanych firm.

Wniosek szósty. Reakcje firm na kryzys i spadek oprocentowania były różne w zależności od wielkości aktywów oraz kraju. Generalnie zaobserwować można brak reakcji lub lekki wzrost zadłużenia.

Hipotezę badawczą należy więc zweryfikować negatywnie. Zachowania przedsiębiorstw europejskich w odpowiedzi na wybuch globalnego kryzysu finansowego były odmienne w różnych krajach w każdym przedziale wielkości, co widać szczególnie wyraźnie na rysunkach 8a oraz 6b.

W efekcie nie można również powiedzieć, że któryś z wariantów teoretycznych był uniwersalny. Można natomiast przyjąć, iż mniej więcej tyle samo firm zwiększało swoje zadłużenie wraz ze spadkiem stóp procentowych, ile utrzymywało zadłużenie na niezmiennym poziomie. Dane sugerują jednak, że firmy europejskie nie mają problemów ze zrównoważeniem bilansów.

## Literatura

- Deesomsak R. i in., *Debt maturity structure and the 1997 Asian financial crisis*, „Journal of Multinational Financial Management” 2009, no. 19.
- Koerner P., *The determinants of corporate debt maturity structure: evidence from Czech firms*, „IES Working Paper” 2006, no. 27.
- Koo R.C., *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan’s Great Recession*, John Wiley & Sons, 2009.
- Minsky H., *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill, 2008.

### THE EFFECTS OF THE FINANCIAL CRISIS ON EU CORPORATE DEBT STRUCTURE

**Summary:** The aim of the paper is to verify the following hypothesis: development of common European market led to the unification of firms’ behavior in different EU member countries during the global financial crisis. Verification was conducted through the analysis of size and structure of indebtedness of companies in different EU member countries. According to economic theories, there are three possibilities of firms’ reaction to crisis and decrease of interest rates: rising demand for credit, sustained level of indebtedness due to the possibility of profitable rolling over existing debts and reduction of debt aimed at reducing debt/asset ratios. The hypothesis was verified negatively. Companies in various countries were behaving differently in every size range. Nearly half of the companies increased their indebtedness and the rest maintained their level of indebtedness.

**Keywords:** private indebtedness, EU common market, financial crisis, European Union.