

# PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

# RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 425

**Ekonomia – finanse – bankowość**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2016

Redakcja wydawnicza: Joanna Świrska-Korlub  
Redakcja techniczna: Barbara Łopusiewicz  
Korekta: Barbara Cibis  
Łamanie: Małgorzata Czupryńska  
Projekt okładki: Beata Dębska

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania  
znajdują się na stronach internetowych  
[www.pracnaukowe.ue.wroc.pl](http://www.pracnaukowe.ue.wroc.pl)  
[www.wydawnictwo.ue.wroc.pl](http://www.wydawnictwo.ue.wroc.pl)

Publikacja udostępniona na licencji Creative Commons  
Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 3.0 Polska  
(CC BY-NC-ND 3.0 PL)



© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
Wrocław 2016

**ISSN 1899-3192**  
**e-ISSN 2392-0041**

**ISBN 978-83-7695-579-7**

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Zamówienia na opublikowane prace należy składać na adres:  
Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław  
tel./fax 71 36 80 602; e-mail: [econbook@ue.wroc.pl](mailto:econbook@ue.wroc.pl)  
[www.ksiegarnia.ue.wroc.pl](http://www.ksiegarnia.ue.wroc.pl)

Druk i oprawa: TOTEM

## Spis treści

|  |     |
|--|-----|
| <b>Wstęp</b> .....   | 7   |
| <b>Maria Bucka, Agata Zagórowska:</b> Zróżnicowania wewnątrzregionalne i ich implikacje dla rozwoju województwa opolskiego. Wybrane aspekty (Intraregional differences and their implications for the development of the Opole Voivodeship. Selected aspects) .....  | 9   |
| <b>Anna Bruska, Iwona Pisz:</b> Logistyka a zarządzanie cyklem kapitału pracującego – rozwiązania stosowane w skali przedsiębiorstwa (Logistics vs. working capital cycle management – solutions used in enterprise scale)...  | 24  |
| <b>Krzysztof Ćwieląg:</b> Audyt wewnętrzny w kształtowaniu racjonalnej gospodarki finansowej jednostek samorządu terytorialnego (Internal audit in the shaping of rational financial management of self-government entities).....  | 40  |
| <b>Adam Czerwiński:</b> Ocena wiarygodności internetowych serwisów ubezpieczeniowych w Polsce (Credibility assessment of insurance web sites in Poland).....   | 63  |
| <b>Sabina Kauf, Agnieszka Tluczak:</b> CSR i jego rola w generowaniu korzyści ekonomicznych – w świetle wyników badań (CSR and its importance for the financial result generating of the company – in the light of research results).....  | 73  |
| <b>Maja Krasucka:</b> Przejawy finansyzacji na rynku kredytów dla MSP (The symptoms of financialization on loans market for small and medium-sized enterprises (SMEs)) .....   | 83  |
| <b>Marta Maciejasz-Świątkiewicz:</b> Zachowania finansowe dzieci – problem finansów czy psychologii? Dylematy metodologiczne (Financial behaviour of children – financial or psychological problem? Methodological dilemma)....  | 101 |
| <b>Jarosław Olejniczak:</b> Znaczenie udziałów w podatkach stanowiących dochody budżetu państwa dla budżetów gmin miejskich województwa dolnośląskiego w latach 1996-2014 (Significance of share in state income taxes for the budgets of municipalities of the Lower Silesia Voivodeship in the years 1996-2014) .....      | 111 |
| <b>Jacek Pieczonka:</b> Jakość życia na obszarach wiejskich według młodzieży w kontekście podejmowania decyzji o miejscu rozpoczęcia aktywności zawodowej (Quality of life in rural areas according to young people in the context of making decisions about the place of studying and starting professional activity) ..... | 125 |

---

|  |     |
|--|-----|
| <b>Johannes Platje, Robert Poskart, Diana Rokita-Poskart:</b> Źródła finansowania wydatków konsumpcyjnych studentów opolskiego ośrodka akademickiego (Sources of financing of consumption expenditure of students from Opole academic centre)..... | 141 |
| <b>Mariola Willmann:</b> Odwrócony kredyt hipoteczny jako źródło uposażenia emerytalnego (Reverse mortgage as a source of pension equipment).....  | 152 |

## Wstęp

Tytuł niniejszego zeszytu Prac Naukowych „Ekonomia – finanse – bankowość” sugeruje, że artykuły w nim opublikowane dotyczą szerokiego spektrum zagadnień. Autorzy skorzystali z potencjału wynikającego z takiego sformułowania tytułu i opracowali zestaw artykułów związanych z każdym z wymienionych obszarów. Dodatkowo część prac ma charakter interdyscyplinarny, co utrudnia ich jednoznaczne zaklasyfikowanie. Ponieważ autorzy wywodzą się głównie z Uniwersytetu Opolskiego, część prezentowanych artykułów dotyczy regionu opolskiego jako obszaru badawczego.

W obrębie ekonomii mieszczą się teksty autorstwa M. Buckiej i A. Zagórowskiej, J. Pieczonki oraz J. Platje, R. Poskarta i D. Rokity-Poskart. Duża część prac dotyczy finansów, jednak odnoszą się one do różnych ich obszarów. Do obszaru tematycznego dotyczącego finansów przedsiębiorstw zaliczają się opracowania S. Kauf i A. Tłuczak, A. Bruskiej i I. Pisz oraz M. Krasuckiej. Druga grupa zagadnień w obrębie finansów dotyczy finansów publicznych i samorządowych. W tym nurcie mieszczą się prace K. Cwieliąga i J. Olejniczaka. Kolejnym uwzględnionym w publikacji obszarem finansów są finanse osobiste, których dotyczy artykuł M. Maciejasz-Świątkiewicz. Ostatnia grupa artykułów jest poświęcona bankowości i ubezpieczeniom. Można do niej zaliczyć prace A. Czerwińskiego oraz M. Willmann.

Zaproponowana w niniejszych Pracach Naukowych tematyka stanowi wyraz uznania dla Pani Profesor Ewy Bogackiej-Kisiel, wieloletniego pracownika Katedry Finansów i Rachunkowości Uniwersytetu Opolskiego oraz Katedry Finansów Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Tematy zawartych w tym opracowaniu prac stanowią próbę nawiązania do szerokiego zainteresowania naukowych Pani Profesor, na której pomoc i wsparcie zespół pracowników mógł liczyć zawsze, bez względu na okoliczności.

Autorzy prac zawartych w niniejszej książce mają nadzieję, że będzie ona przyczynkiem do dyskusji na szeroko zakrojone tematy z dziedziny ekonomii, finansów i bankowości. Chcieliby również, by publikacja była prezentem dla Pani Profesor Ewy Bogackiej-Kisiel, świadczącym o ich ogromnym szacunku dla Niej, a także ich wyrazem wdzięczności za Jej pracę na rzecz całego środowiska naukowego.

*Marta Maciejasz-Świątkiewicz*

**Maja Krasucka**

Uniwersytet Opolski  
e-mail: mkrasucka@uni.opole.pl

---

## **PRZEJAWY FINANSYZACJI NA RYNKU KREDYTÓW DLA MSP**

---

### **THE SYMPTOMS OF FINANCIALIZATION ON LOANS MARKET FOR SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES (SMES)**

---

DOI: 10.15611/pn.2016.425.06

**Streszczenie:** Małe i średnie przedsiębiorstwa (MSP) odgrywają od lat kluczową rolę w gospodarkach poszczególnych państw i regionów. Stanowią ponad 99% przedsiębiorstw niefinansowych. O ich doniosłym znaczeniu świadczy nie tylko dominująca pozycja pod względem liczby podmiotów, ale również udział w kreowaniu miejsc pracy czy dochodu narodowego. Kluczowym czynnikiem siły i sukcesu MSP jest dostęp do środków finansowych. Badania wskazują, że MSP napotykają większe trudności niż duże firmy w dostępie do źródeł finansowania. W finansowanie swojej działalności, zwłaszcza rozwojowej, MSP angażują mniej środków finansowych pochodzenia zewnętrznego, szczególnie bankowego. Problematykę tę uznać należy za istotną determinantę rozwoju tego sektora, w szczególności w pierwszych latach działalności MSP oraz w sytuacjach pojawiających się kryzysów gospodarczych. Wskutek kryzysu finansowego MSP szczególnie doświadczyły trudności w dostępie do kredytowania bankowego. Nie bez wpływu na to pozostaje finansyzacja. W artykule, w oparciu o literaturę przedmiotu, dane raportowe i statystyczne, przeanalizowano przejawy finansyzacji na rynku kredytów dla przedsiębiorstw.

**Słowa kluczowe:** system finansowy, kredyt bankowy, finansyzacja, ograniczenia kredytowe.

**Summary:** Small and medium-sized enterprises (SMEs) have been playing a key role in economies in different countries and regions for years. They represent over 99% of non-financial companies. Their major importance provides not only a dominant position in terms of number of players, but also a contribution in the creation of jobs and national income. A key factor in the strength and success of small and medium companies is their access to financial resources. Research shows that SMEs face greater difficulties in access to financing sources than larger companies. Financing their activities, especially the development of SMEs, involves less financial resources of external origin, especially banks. These problems should be considered an important determinant of the development of this sector, especially in the first years of activity of SMEs and during emerging of the economic crises. This is due to financialization. The article, based on literature, reporting and statistical data, analyzed manifestations of financialization on the corporate credit market.

**Keywords:** financial system, bank loan, financialization, credit constraints.

## 1. Wstęp

Ze względu na liczebność oraz kluczową pod wieloma względami rolę, jaką małe i średnie przedsiębiorstwa odgrywają w gospodarce<sup>1</sup> [GUS 2015], stanowią one istotną część sektora przedsiębiorstw, a przez to – trzon systemu gospodarczego wielu krajów. Jest to grupa podmiotów uznawana za ważną dla przedsiębiorczości, która szybko reaguje na zmiany dokonujące się w otoczeniu społeczno-gospodarczym, dostosowuje swoją działalność do aktualnej sytuacji oraz potrzeb rynku i pojawiających się na nim luk. Z drugiej strony podmioty tej grupy prowadzą działalność na mniejszą skalę i nie dysponują takimi zasobami finansowymi, jak duże przedsiębiorstwa. Tym samym są w większym stopniu narażone na negatywny wpływ napotykanych na rynku barier i występujących sytuacji kryzysowych. Chociaż największe obawy MSP odnoszą się do poziomu zagregowanego popytu, kluczowym czynnikiem ich sukcesu, choć z różnym nasileniem odczuwanym przez przedsiębiorców, jest dostęp do finansowania zewnętrznego. Ta kwestia determinuje całe spektrum decyzji podejmowanych przez przedsiębiorstwa, w tym dotyczących inwestycji, innowacyjności, wydajności, zatrudnienia czy eksportu. W tym kontekście ważnym ograniczeniem w działalności MSP jest dostęp do finansowania kredytowego. Wśród obiektywnych przyczyn tego stanu rzeczy wymienia się: krótką historię (w tym kredytową) przedsiębiorstw, niewielkie i nie zawsze dobrej jakości zabezpieczenia, słabą przejrzystość informacyjną tych podmiotów, ich niską przeżywalność, nierzadki brak wiedzy lub doświadczenia menedżerów tych podmiotów w pozyskiwaniu środków finansowych, w tym zwłaszcza kredytów. W okresie spowolnienia gospodarczego, zwłaszcza zaś przy występowaniu kryzysu finansowego, MSP szczególnie doświadczają trudności w dostępie do kredytowania bankowego. W konsekwencji utrudniony dostęp do kredytu przyczynia się do ograniczenia zakresu i rozmiarów aktywności gospodarczej, prowadząc również upadłości przedsiębiorstw [Mishkin 2002; Płókarz 2013]. Nie bez wpływu na to pozostaje finansyzacja. W artykule, w oparciu o literaturę przedmiotu, dane raportowe i statystyczne, przeanalizowano przejawy finansyzacji na rynku kredytów dla przedsiębiorstw z uwzględnieniem sytuacji MSP.

## 2. Funkcje i rozmiary systemu finansowego a finansyzacja

Jedną z charakterystycznych cech rozwoju gospodarczego jest rosnąca rola systemu finansowego w gospodarce. Od jego jakości, sposobu zorganizowania i efektywności funkcjonowania w istotnym stopniu zależy przebieg procesów gospodarczych. W związku z tym oczekuje się, że kształt, rozmiar i kierunki rozwoju systemu finan-

---

<sup>1</sup> Według danych GUS za 2013 r. w Polsce małe i średnie przedsiębiorstwa stanowią 99,8% ogółu przedsiębiorstw niefinansowych, są miejscem zatrudnienia dla blisko 68% zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw, generują 48,5% PKB.

sowego powinny sprzyjać rozwojowi gospodarstwu i umożliwiać zrównoważony wzrost gospodarczy [European Commission 2014]. Wskazując na tak szeroki zakres oddziaływania systemu finansowego, zauważa się, że istotnego znaczenia nabiera zakres realizowanych przez niego funkcji, który obejmuje [Merton, Bodie 1995]: 1) efektywną alokację zasobów, 2) zapewnienie sposobów transferu środków ekonomicznych w czasie i przestrzeni, 3) zapewnienie skutecznych metod i procedur zarządzania ryzykiem, 4) zapewnienie sposobów rozliczania i dokonywania płatności, 5) zapewnienie mechanizmów gromadzenia środków (pieniężnych) i dzielenia własności przedsiębiorstw (podział środków na udziały w różnych przedsięwzięciach), 6) zapewnienie informacji o cenie, co pozwala na koordynowanie zdecentralizowanego procesu podejmowania decyzji w różnych sektorach gospodarki, 7) zapewnienie sposobów pokonywania problemu niedostatku motywacji w sytuacji występowania zjawiska asymetrii informacji. Jako pierwotną i wiodącą funkcję systemu finansowego zgodnie wyodrębnia się funkcję efektywnej alokacji zasobów, która dokonuje się przez transfer zasobów ekonomicznych od podmiotów nadwyżkowych do podmiotów deficytowych. Wypełniając ją, system finansowy dostarcza mechanizmów krążenia siły nabywczej w czasie, w przestrzeni geograficznej, między różnymi podmiotami i w niepewnym otoczeniu [Merton 1993]. Transfer zasobów ekonomicznych realizowany jest przez dwa mechanizmy: bazujący na bankach oraz bazujący na rynku finansowym. W większości krajów rozwiniętych oba mechanizmy funkcjonują równolegle, a różnice objawiają się w skali transferu realizowanego w ramach jednego i drugiego mechanizmu.

Na podstawie wskazanych funkcji systemu finansowego zakłada i oczekuje się, że będzie on pełnić służebną rolę wobec innych sfer funkcjonowania gospodarki. Zapewni podmiotom niefinansowym dostęp do określonego rodzaju usług, zwłaszcza finansowania. W ten sposób, wpływając na przebieg realnych procesów gospodarczych, będzie wspierać wzrost gospodarczy. Ten proces istotnego zwiększenia znaczenia rynków finansowych w gospodarce znajduje duże wsparcie w teorii finansów i ekonomii i przez wiele lat był pozytywnie weryfikowany wynikami badań empirycznych [Levine 1997; Summers 2000; Kose i in. 2006]. Zwracano uwagę na pozytywną zależność między rozwojem systemu finansowego a wzrostem gospodarczym. Wskazywano, że rozwój systemu finansowego, rozumiany jako połączenie 1) rozmiarów (wielkości i płynności rynków), 2) dostępności (możliwości korzystania z usług finansowych) i 3) efektywności (zdolności instytucji do świadczenia usług finansowych po niskich kosztach i osiągnięcia trwałych przychodów, oraz poziom aktywności na rynkach kapitałowych) [IMF 2015], poprawia alokację kapitału i przyczynia się do wzrostu PKB przez zwiększenie łącznej produktywności czynników wytwórczych [Bijlsma, Dubovik 2014].

Jednakże doświadczenia światowego kryzysu finansowego, rozpoczętego w 2008 r., przyczyniły się do tego, że optymistyczne poglądy na temat roli systemu finansowego i jego wpływu na kształtowanie się realnych procesów gospodarczych poddaje się szerokiej weryfikacji. Diagnozowane zmiany, które na przestrzeni dzie-



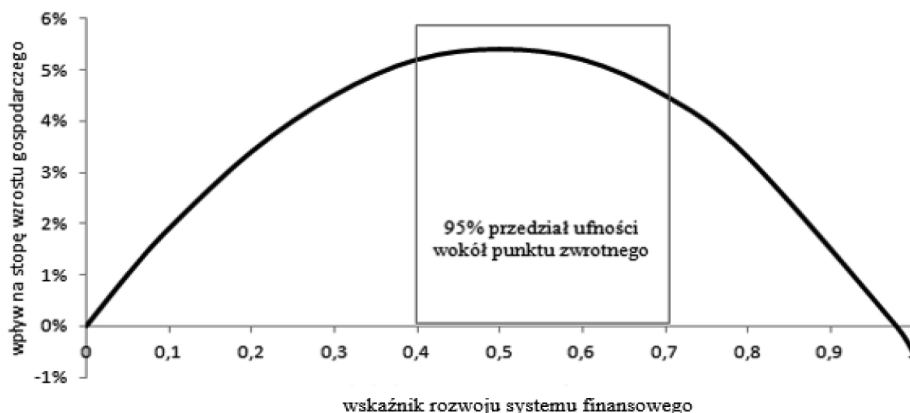
sięcioleci dokonywały się w systemie finansowym, stały się obszarem poszukiwania źródeł nieprawidłowego jego funkcjonowania, zwłaszcza w ramach identyfikowania kluczowych czynników powstania kryzysu finansowego.

Zjawiskiem, które łączy się silnie ze zjawiskami kryzysowymi występującymi w gospodarce globalnej, a powiązanymi z funkcjonowaniem systemu finansowego, jest finansyzacja. Jest ona definiowana jako zwiększenie wpływu rynków finansowych, instytucji finansowych, elit sektora finansowego i motywów podejmowania decyzji finansowych na funkcjonowanie gospodarki oraz instytucji na poziomie zarówno krajowym, jak i międzynarodowym [Epstein 2002]. W ujęciu prezentowanych w literaturze naukowej teorii i poglądów jej specyfika, zarówno w sferze wywołujących ją przyczyn, jak i generowanych przez nią skutków, nie jest homogeniczna. Najczęściej jest to zjawisko rozpatrywane przede wszystkim na poziomie makro- lub mezoekonomicznym oraz oceniane w ujęciu instytucjonalnym – wpływu zmian w systemie finansowym na zachowania podmiotów ekonomicznych i funkcjonowanie rynków, głównie finansowych. W tak szerokim ujęciu zjawisko finansyzacji objawia się przez [Gostomski 2014; Ratajczak 2012; Mączyńska 2011; Jajuga 2014]:

- proces atomizacji sfery finansowej (w szczególności rynku kapitałowego i banków) przy jednoczesnej jej autonomizacji wobec sfery realnej, doprowadzający do uzyskiwania nadrzędności tej pierwszej w stosunku do drugiej;
- proces zwiększania się wpływu rynków finansowych i elit finansowych na politykę gospodarczą rządów i funkcjonowanie przedsiębiorstw oraz na życie społeczne w krajach wysoko rozwiniętych jak i w globalnej gospodarce;
- rosnący udziału sektora finansowego w kształtowaniu wartości produktu krajowego brutto.

Najczęściej zjawisko to identyfikowane i oceniane jest przez pryzmat stopnia rozwoju systemu finansowego. Jak wskazują badania przeprowadzone przez ekspertów MFW [IMF 2015], wpływ rozwoju systemu finansowego na wzrost gospodarczy ma charakter nieliniowy i może być odwzorowany w formie przedstawionej na rys. 1, odwróconej litery U.

Na wyższych poziomach rozwoju systemu finansowego jego wpływ na wzrost gospodarczy słabnie, co wynika ze wzrostu rozmiarów systemu finansowego. Optymalny, z punktu widzenia wpływu na wzrost gospodarczy, poziom wskaźnika rozwoju systemu finansowego kształtuje się w przedziale od 0,4 do 0,74. O ile zatem wraz z rozwojem systemu finansowego zwiększają się możliwości mobilizowania oszczędności, wymiany informacji, poprawy alokacji zasobów, a także dywersyfikacji i zarządzania ryzykiem, o tyle wzrasta uzależnienie kondycji poszczególnych podmiotów od zmiennej sytuacji na rynkach finansowych. Staje się tak m.in. za sprawą identyfikowanej w ramach finansyzacji „zamiany zachodzących relacji na zawierane transakcje” między instytucjami finansowymi a podmiotami sfery realnej. W efekcie instytucje finansowe zyskują cechy „przedsiębiorstw finansowych”, które w swojej działalności kierują się celami biznesowymi (są nimi np. zyskow-



□ optymalny poziom wskaźnika rozwoju systemu finansowego

**Rys. 1.** Wpływ rozwoju systemu finansowego na wzrost gospodarczy

Źródło: opracowanie własne na podstawie [IMF 2015].

ność, rentowność, wzrost bogactwa właścicieli), oddalając się od istoty swojej funkcjonalnej, służebnej roli wobec podmiotów niefinansowych. Jeden z wymiarów tych zmian polega na stopniowym przesuwaniu punktu ciężkości z funkcji tradycyjnych do bardziej opłacalnych nowych usług (obsługa płatności, ekspertyzy, doradztwo, *asset management* i in.) [Dembinski 2011], ukierunkowanych na przejmowanie zbyt dużej nadwyżki finansowej, powstającej w sferze realnej, w stosunku do oferowanej jej wartości [Bogle 2010]. Stąd też w wyniku ukierunkowania działania systemu finansowego „na rzecz samego siebie” dochodzi do nieprawidłowości w sposobie jego funkcjonowania, co generuje zagrożenia dla zrównoważonego rozwoju gospodarczego [Turner 2010], prowadzące do nadmiernego obciążenia gospodarki kosztami pośrednictwa finansowego, a w efekcie zahamowania wzrostu gospodarczego czy wręcz poważnych kryzysów gospodarczych.

Badanie przeprowadzone przez ekspertów MFW pozwala także na pozycjonowanie systemów finansowych w ujęciu międzynarodowym. Wyniki badań wskazują, że poziom rozwoju systemu finansowego w Polsce jest zdecydowanie niższy niż w krajach wysoko rozwiniętych. Wskaźnik rozwoju systemu finansowego w 2013 r. wyniósł dla Polski 0,5, co odczytuje się jako wskazanie, że system finansowy w Polsce w optymalnym stopniu wspiera rozwój gospodarki [NBP 2015]. Takie stwierdzenie nie eliminuje jednak wątpliwości dotyczących tego, czy polski system finansowy, broniąc się z powodzeniem przed kryzysem finansowym, jest wolny od zjawiska finansyzacji. Stąd też przejawów finansyzacji upatrywać można także w sferze decyzji (zachowań) finansowych podmiotów niefinansowych. Ten mikroekonomiczny – podmiotowy – wymiar finansyzacji z jednej strony stanowi efekt poszukiwania

przez przedsiębiorstwa zróżnicowanych form kapitału na rynku finansowym, z drugiej ukierunkowania alokacji pozyskanego kapitału w aktywa finansowe. W tym wąskim ujęciu finansyzacja identyfikowana jest przede wszystkim przez pryzmat [Ratajczak 2012; Stockhammer 2013; Orhangazi 2007; Krippner 2005]:

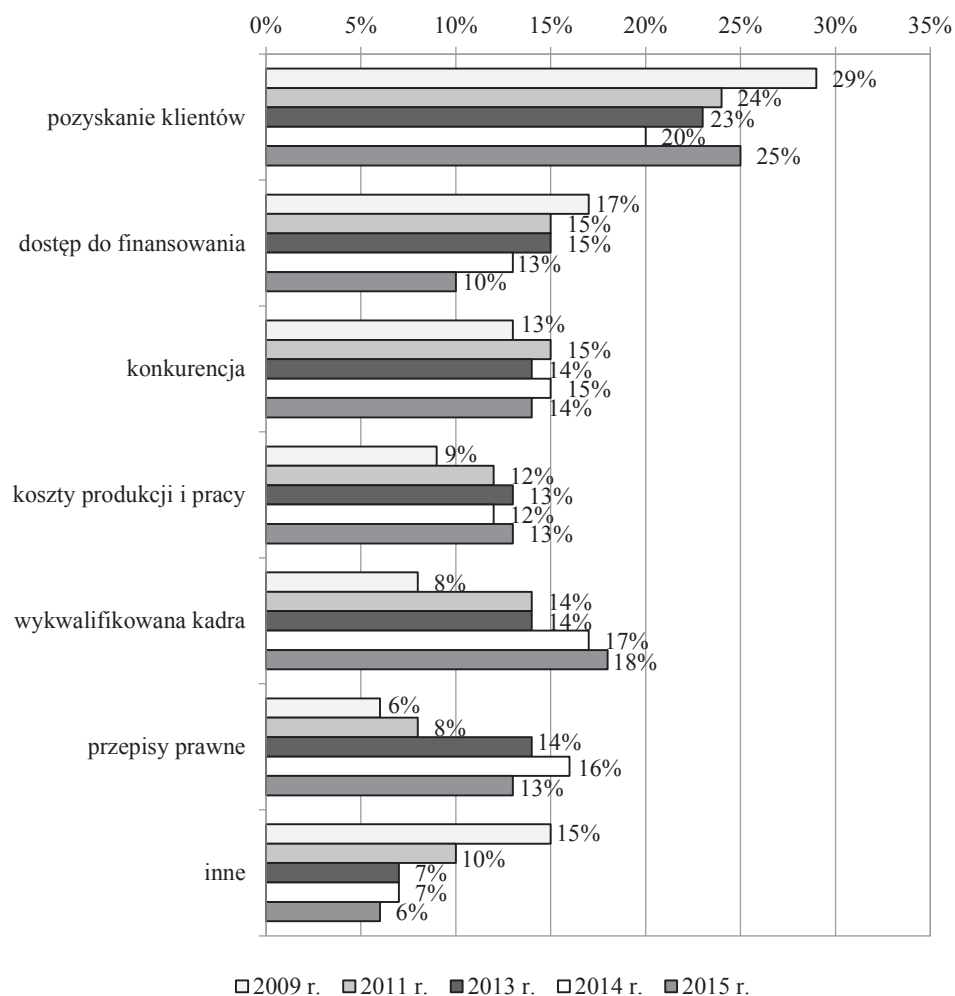
- wzrostu znaczenia motywów finansowych (głównie zysku i ryzyka) w procesie podejmowania decyzji gospodarczych i ich wpływu na efektywne funkcjonowanie instytucji finansowych, podmiotów sfery realnej oraz zachowania społeczne;
- zmiany strumieni dochodów podmiotów niefinansowych, w którym coraz większy udział mają dochody czerpane z działalności finansowej (odsetki, dywidendy, zyski z operacji instrumentami finansowymi), a nie z tytułu zagospodarowania aktywów operacyjnych (ze sprzedaży produktów), czyli tradycyjnej podmiotom niefinansowym działalności operacyjnej;
- zmiany źródeł rentowności netto i wartości wewnętrznej przedsiębiorstw – z produkcji i sprzedaży dóbr i usług na obrót aktywami finansowymi;
- rosnącej roli długu w strukturze kapitału przedsiębiorstw i gospodarstw domowych;
- przejawów nieefektywności, takimi jak redukcja wydatków inwestycyjnych i wydatków na badania i rozwój [Wrzeński 2014];
- ograniczenia czy wręcz utraty zaufania społeczeństwa do sektora finansowego.

Uwzględniając zarówno instytucjonalny, jak i podmiotowy wymiar finansyzacji, należy podkreślić, że proces ten skomplikował prowadzenie działalności gospodarczej przez przedsiębiorstwa zarówno w sferze podejmowanych decyzji finansowych jak i inwestycyjnych. Szczególnie mocno odczuwają to MSP.

### 3. Przejawy finansyzacji na rynku kredytów dla przedsiębiorstw

Dostęp do usług finansowych jest aktualnie znaczącym warunkiem uczestnictwa w życiu gospodarczym. W przypadku przedsiębiorstw koncentruje się on silnie na dostępie i warunkach atrakcyjności źródeł finansowania ich potrzeb kapitałowych. Identyfikowane wzorce finansowania przedsiębiorstw wskazują na dominującą w strategiach finansowych przedsiębiorstw hierarchię źródeł finansowania. Angażując kapitał, przedsiębiorstwa w pierwszej kolejności sięgają do wewnętrznych źródeł finansowania (samofinansowanie). Zapotrzebowanie na dodatkowy kapitał zaspokajane jest ze źródeł zewnętrznych: obcych i/lub własnych. Sięgając po finansowanie zewnętrzne, przedsiębiorstwa napotykają jednak na szereg barier na tyle istotnych, że dostęp do niego jest wskazywany jako jeden z istotnych problemów, z którymi borykają się zwłaszcza małe i średnie przedsiębiorstwa [European Commission 2015]. Poczucie wagi tego problemu zmienia się na przestrzeni lat, co ukazują dane przedstawione na rys. 2.

W gospodarkach, w których system finansowy jest zorientowany bankowo, formą zewnętrznego finansowania powinien być kredyt bankowy. Kredytowanie, poprzez realizowane funkcje (rozdzielczą, dochodową i motywacyjną) oraz swe ce-



**Rys. 2.** Bariery prowadzenia działalności gospodarczej przez MSP w EU 28

Źródło: [European Commission 2015, s. 134].

chy, tj.: elastyczność, dostępność dla przedsiębiorstw zorganizowanych w ramach różnych form organizacyjno-prawnych, uregulowane (co do rodzaju) warunki, na jakich można sięgać po kapitał, pozwala przedsiębiorstwom realizować inwestycje, sięgać po innowacje, rozbudowywać zdolności produkcyjne, zwiększać zatrudnienie i w konsekwencji tworzyć znaczną część PKB. Jednak mimo rozwoju sektora bankowego, dostęp przedsiębiorstw do kredytu bankowego jest ograniczony, co się szczególnie nasila warunkach spowolnienia gospodarczego oraz kryzysu finansowego. W takich uwarunkowaniach makroekonomicznych ograniczanie dostępności

kredytów przez banki wzmagają problemy MSP z finansowaniem bieżącej działalności operacyjnej jak i projektów inwestycyjnych.

W ogólnym ujęciu zjawisko ograniczenia kredytowego (*credit constraints*) ma charakter działania wykluczającego, ukierunkowanego na pozbawienie możliwości zaciągnięcia kredytu w systemie bankowym lub na zmniejszenie kwoty przyznanego kredytu bankowego. Ze względu na umiejscowienie czynników aktywujących zjawisko na rynku kredytowym, ograniczenia kredytowe można rozpatrywać jako występujące po stronie podażowej bądź popytowej tego rynku (odpowiednio egzogeniczne bądź endogeniczne ograniczenia kredytowe). Zewnętrzne ograniczenia kredytowe identyfikowane są wówczas, gdy mimo zgłaszanego na rynku popytu na kredyt bankowy, banki ograniczają jego podaż, co następuje przy niezmiennych stopach procentowych. Zasadniczym elementem tych ograniczeń są wymogi stawiane kredytobiorcom przez banki w następstwie oddziaływania na nie zewnętrznych uwarunkowań monetarnych i regulacyjnych [Scott 1957]. Z kolei wewnętrzne ograniczenia kredytowe pochodzą od działań podejmowanych przez banki jako reakcja na niedoskonałości rynków finansowych jako takich (np. asymetria informacji) oraz problemy z finansowaniem przedsiębiorstw wynikających z ich specyfiki (np. negatywna selekcja klientów kredytowych ze względu na branżę i ryzyko niewypłacalności)<sup>2</sup>. Ta kategoria ograniczeń dotyczy także i takich przypadków, gdy przedsiębiorstwo nie jest zainteresowane zaciągnięciem kredytu ze względu na niekorzystny, w jego ocenie, rozkład wiedzy i informacji na temat warunków umowy kredytowej i ich konsekwencji dla kredytobiorcy. W efekcie występowania ograniczeń kredytowych niezaspokojenie popytu zgłaszanego przez potencjalnych kredytobiorców, które następuje z powodów występujących po stronie banku prowadzi do racjonowania kredytu (*credit rationing*) i/lub pasywności kredytowej (zniechęceni kredytobiorcy – *discouraged borrowers*) [O’Toole, Gerlach-Kristen, O’Connel 2013]. O ile zjawiska te w mniejszym stopniu identyfikowane są w przypadku dużych przedsiębiorstw, o tyle jako podstawowy obszar ich funkcjonowania wskazuje się sektor MSP.

Fundamentalnym założeniem racjonowania kredytów jest stan, w którym podmioty sfery realnej zgłaszające w bankach popyt na kredyt nie otrzymują finansowania w adekwatnej wysokości lub ich wnioski są negatywnie rozpatrzone. Specyfikę tego zjawiska istotnie oddają cechy, podlegającego ograniczeniu, przedsiębiorstwa. Jako ograniczone w dostępie do kredytu bankowego uznaje się przedsiębiorstwo, które [O’Toole, Gerlach-Kristen, O’Connel 2013]: 1) znajduje w dobrej sytuacji ekonomicznej, 2) prowadzi rentowną działalność operacyjną, 3) posiada korzystne perspektywy rozwoju, 4) wymaga wsparcia kapitałowego, 5) zgłasza zapotrzebowa-

---

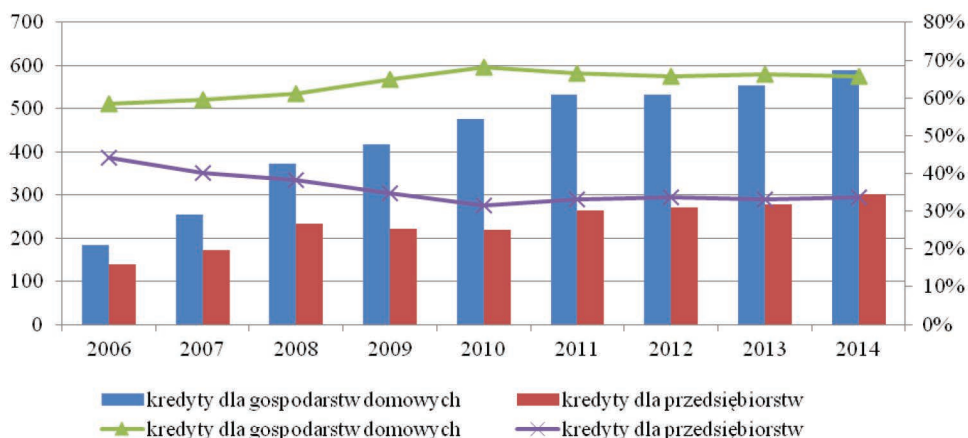
<sup>2</sup> W warunkach ostatniego, globalnego kryzysu finansowego ujawniło się wiele czynników potencjalnie ograniczających podaż kredytów bankowych dla sektora przedsiębiorstw, zwłaszcza MSP, np. ograniczenia bilansowe, nastawienie sektora do ryzyka kredytowego, zacieśnianie standardów kredytowych.

nie na kredyt. A zatem ograniczenie dostępności kredytów ma miejsce, mimo spełnienia przez potencjalnych kredytobiorców wszystkich obiektywnych warunków określonych przez banki w ramach cenowych i niecenowych elementów umowy kredytowej (np. wkład własny, zabezpieczenie, minimalna stopa zwrotu z projektu inwestycyjnego). Oznacza to, że mimo odpowiednio wysokiej zdolności kredytowej i deklarowanej gotowości do wywiązywania się przez potencjalnych kredytobiorców z obowiązku realizacji wszystkich płatności, banki podejmują jednostronną decyzję o zaniechaniu finansowania lub ograniczenia wnioskowanej kwoty wobec wszystkich lub niektórych kredytobiorców. Odmiennym zjawiskiem, identyfikowanym od strony popytowej rynku kredytów, jest pasywność bądź zniechęcenie kredytowe. Ujawnia się ono przez niekorzystanie z kredytów przez „dobre” przedsiębiorstwa, które nie realizują efektywnych projektów ze względu na niechęć do ubiegania się o kredyt bankowy. Zjawisko to charakteryzuje i wyjaśnia się przez analizę takich cech przedsiębiorstw jak: ich zainteresowanie wykorzystaniem dźwigni finansowej, skłonność do ryzyka, przyjęta strategia rozwoju, wielkości, wiek, rodzaj działalności, doświadczenie we współpracy z bankami, czy historia kredytowa [Sawicka, Tymoczko 2014]. Z drugiej jednak strony o zniechęceniu kredytowym przedsiębiorstw mogą również decydować czynniki natury podażowej, w tym między innymi wspomniana już postawa banków, prezentowana przez racjonowanie kredytów.

Do czynników implikujących racjonowanie kredytów dla polskich przedsiębiorstw zakwalifikować można relację udzielonych kredytów dla sektora przedsiębiorstw niefinansowych do PKB oraz strukturę podmiotową udzielanych kredytów. W grudniu 2007 r. relacja wartości kredytów udzielonych całemu sektorowi przedsiębiorstw do PKB wyniosła 15%, by pod koniec 2008 r. wzrosnąć do 18%, a następnie do końca 2010 r. spadać do poziomu 15%. W okresie od końca grudnia 2011 r. do końca grudnia 2014 r. pozostawała ona natomiast stabilna i wynosiła około 15%<sup>3</sup>. Stopień zaangażowania sektora bankowego w zaspokajanie potrzeb kredytowych gospodarstw domowych potwierdzają dane zaprezentowane na rys. 3.

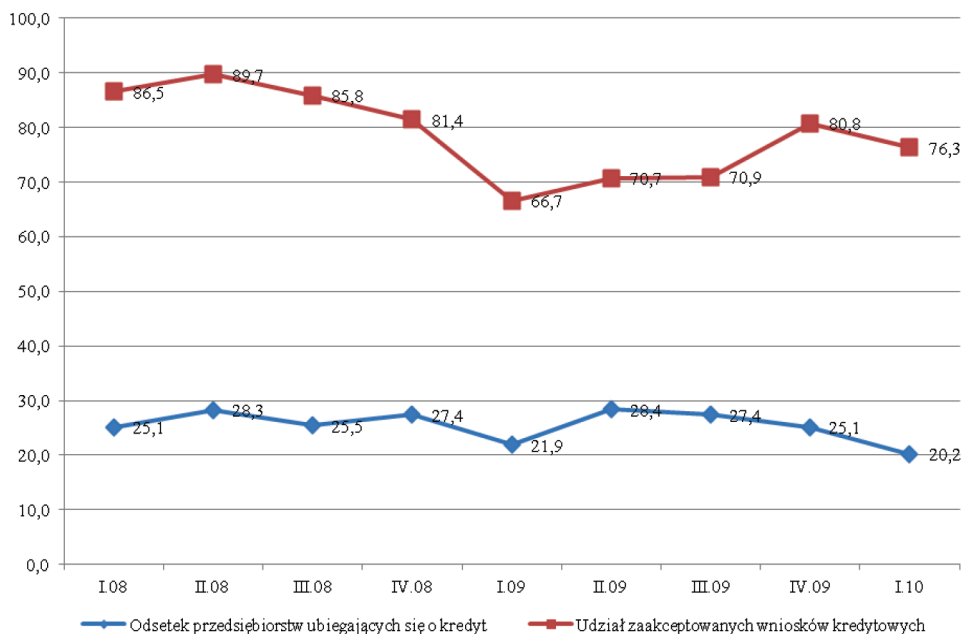
Wynika z nich, że zarówno wartość, jak i udział kredytów dla gospodarstw domowych w aktywach sektora bankowego kształtują się na poziomie znacznie wyższym niż w przypadku przedsiębiorstw. Świadczyć to może o relatywnie niskim stopniu kredytowania gospodarki, nawet przy uwzględnieniu zmniejszenia zakresu kredytowania dużych przedsiębiorstw w rezultacie dywersyfikacji ich źródeł finansowania. Ponadto przyczyn takiej sytuacji szukać można w modelu hierarchii źródeł finansowania oraz zjawisku pasywności kredytowej MSP. Nie bez znaczenia pozostaje również ograniczenie aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw w warunkach niepewności spowodowanej globalnym kryzysem. Dane przedstawione na rys. 3 i rys. 4 wskazują, że w 2009 r. zmniejszyła się wartość zadłużenia kre-

<sup>3</sup> Polska charakteryzuje się jednocześnie bardzo niskim poziomem tego wskaźnika na tle krajów UE. Na koniec 2013 r. łączne zadłużenie sektora przedsiębiorstw w stosunku do PKB wynosiło około 42%, niższe było jedynie na Litwie – 38%.



**Rys. 3.** Kredyty dla sektora niefinansowego w Polsce w latach 2006-2014  
(oś lewa – wartość w mld zł; oś prawa udział w aktywach sektora bankowego)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP, KNF.



**Rys. 4.** Wnioski kredytowe przedsiębiorstw złożone i zaakceptowane

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych źródłowych NBP z badania ankietowego sektora przedsiębiorstw niefinansowych „Szybki monitoring” [<http://www.nbp.pl/home.aspx?c=/ascx/koniunktura>].

dytowego przedsiębiorstw, jednocześnie wyraźnie spadł odsetek małych i średnich przedsiębiorstw ubiegających się o kredyt i udział zaakceptowanych wniosków kredytowych. Należy jednak zaznaczyć, że w okresach poza silnym oddziaływaniem zjawisk kryzysowych poziom akceptacji wniosków kredytowych MSP jest wysoki (przekracza 80%, a od 2014 r. oscyluje wokół 90%<sup>4</sup>).

Identyfikując przejawy ograniczenia kredytowego, należy zwrócić uwagę na wpływ na to zjawisko specyfiki realizowanych modeli biznesowych banków. Niektóre badania wskazują, że w Polsce banki komercyjne są bardziej zainteresowane udzielaniem kredytów o dłuższym horyzoncie (3 lata i więcej) i większej wartości (przekraczającej 3 mln USD). Z drugiej strony przedsiębiorstwom z sektora MSP na ogół bardziej potrzebne są kredyty mniejsze (200 tys. – 3 mln USD) oraz krótsze (do 2 lat) [NBP 2016]. Poza tym potencjalnych kredytobiorców działających w sektorze MSP banki selekcionują przez pryzmat branży, w której działają, regionu, na którego obszarze prowadzą działalność. Kryteria tego typu można by potraktować jako obiektywne w przypadku specjalizacji banków. Jednakże przy dominującym w polskim systemie bankowym uniwersalnym charakterze większości banków kryteria tego rodzaju można traktować jako jednoznacznie wykluczające podmiot z dostępu do kredytu. Nieuchronność takiego wykluczenia sprowadza się więc do tego, że bank z założenia, a więc i bez badania zdolności kredytowej, odrzuci możliwość udzielenia kredytu.

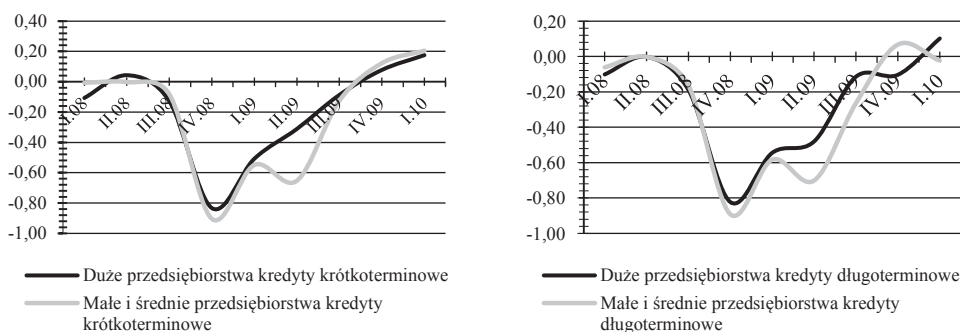
W związku z charakterem strategii biznesowej banku jako czynnik hamujący dostęp do zadłużenia kredytowego należy uznać zarówno gwałtowne, jak i zbyt rygorystyczne zaostrenie kryteriów realizowanej przez banki polityki kredytowej. Mimo że polski sektor bankowy okazał się jednym z najbardziej odpornych na skutki globalnego kryzysu finansowego, polskie MSP dotkliwie odczuły gwałtowne ograniczenie akcji kredytowej spowodowane znacznym zaostreniem polityki kredytowej. Zmiany kryteriów udzielania kredytów dla przedsiębiorstw prezentuje rys. 5. Restrykcyjną politykę kredytową banki zaczęły realizować w drugiej połowie 2008 r., w pierwszej kolejności wobec przedsiębiorstw z sektora MSP, a następnie zjawiskiem racjonowania dotknięte zostały także duże przedsiębiorstwa.

Ograniczenie dostępności do finansowania, jak i wzrost obaw banków o jakość portfela kredytowego w warunkach oczekiwanego pogłębienia osłabienia dynamiki wzrostu gospodarczego spowodowało, że banki podjęły decyzję o zaostreniu wszystkich najistotniejszych warunków udzielania kredytów dla przedsiębiorstw<sup>5</sup>. Dane zaprezentowane na rys. 6 wskazują, że znacznego zaostrenia dokonano głównie w odniesieniu do: A+B – marż kredytowych (80% banków), C – pozaodsetko-

<sup>4</sup> Na podstawie danych źródłowych NBP z badania ankietowego „Szybki monitoring”, [www.nbp.pl]. Podobny obraz skali odmów kredytowych wynika również z badań *Survey on the Access to Finance of Small and Medium-sized Enterprises (SAFE). Analytical Report 2015* [European Commission 2015].

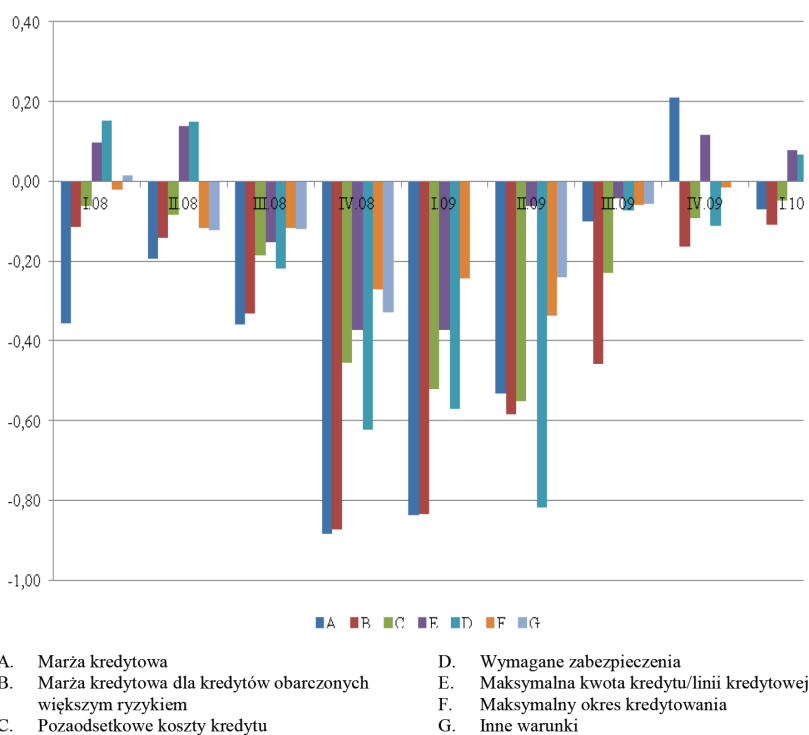
<sup>5</sup> Dane NBP – *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych* – wskazują, że od początku 2014 r. widoczna jest tendencja do łagodzenia kryteriów i warunków udzielania kredytów prawie we wszystkich kategoriach kredytów dla przedsiębiorstw.





**Rys. 5.** Zmiana kryteriów udzielania kredytów krótko- (lewa strona) i długoterminowych (prawa strona) w okresie od I kw. 2008 r. do I kw. 2010 r. (ujemny wskaźnik oznacza tendencję do zaostrzenia kryteriów kredytowych)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych źródłowych NBP na temat sytuacji na rynku kredytowym [<http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/kredytowy.html>].

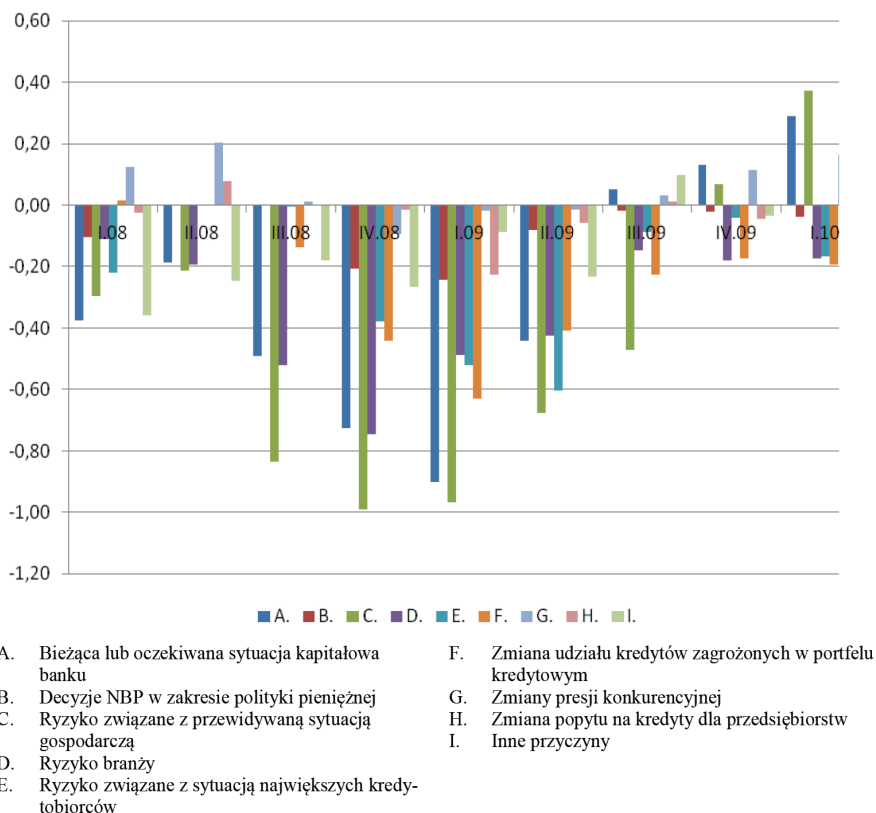


**Rys. 6.** Zmiana warunków udzielania kredytów (ujemny wskaźnik oznacza tendencję do zaostrzenia kryteriów)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych źródłowych NBP na temat sytuacji na rynku kredytowym [<http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/kredytowy.html>].

wych kosztów kredytu (blisko 50% banków), oraz D – wymaganych zabezpieczeń (60% banków). Ponadto jedna trzecia banków obniżyła maksymalną dostępną kwotę kredytu, a 25% banków zdecydowało się także na skrócenie maksymalnego dopuszczalnego okresu kredytowania [NBP 2009].

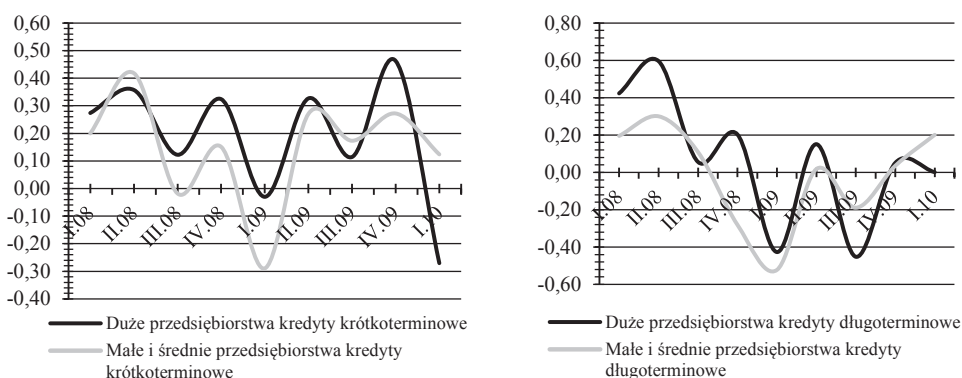
Wśród istotnych przyczyn wprowadzonych zmian banki wskazywały ponadto na rosnące ryzyko branży, z której wywodzili się kredytobiorcy biznesowi. Jako szczególnie ryzykowne banki wskazywały branże powiązane z rynkiem nieruchomości, takie jak: deweloperska, budowlana, przemysł meblarski, oraz w znacznym stopniu uzależnione od eksportu: przemysł motoryzacyjny, chemiczny, metalurgiczny, branże transportową. Blisko 45% banków stwierdziło, że do zaostrzenia polityki kredytowej skłonił je wzrost wskaźników kredytów zagrożonych, a ponadto wzrost kosztów pozyskania finansowania oraz politykę właściciela (banku zagranicznego) [NBP 2009]. Zestawienie przyczyn zmiany polityki kredytowej prezentuje rys. 7.



**Rys. 7.** Przyczyny zmian polityki kredytowej (ujemny wskaźnik oznacza, że czynnik w większym stopniu przyczynił się do zaostrzenia niż złagodzenia polityki kredytowej)

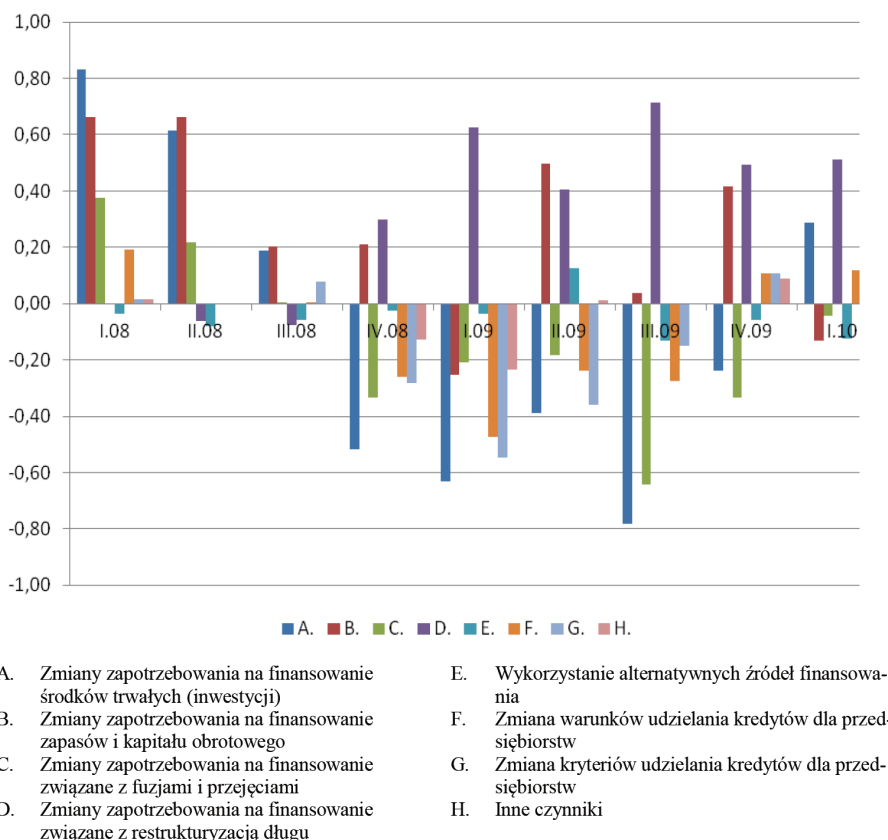
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych źródłowych NBP na temat sytuacji na rynku kredytowym [<http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/kredytowy.html>].

Zjawiska kryzysowe oraz zaostrzenie kryteriów polityki kredytowej banków w obszarze zachowań finansowych przedsiębiorstw wpłynęły na ograniczenie ich skłonności do zaciągania kredytów bankowych. Zmiany popytu przedsiębiorstw na kredyt prezentuje rys. 8, a ich przewidywane przyczyny – rys. 9. Do podstawowych czynników oddziałujących na popyt na kredyt najczęściej zalicza się poziom aktywności gospodarczej, poziom stóp procentowych oraz rozmiary działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw [Calza, Gartner, Sousa 2001]. W ocenie banków spadek popytu na niektóre rodzaje kredytów dla przedsiębiorstw wynikał przede wszystkim ze spadku zapotrzebowania na finansowanie inwestycji. Spadek ten odnotowano po raz pierwszy w historii badania przez NBP sytuacji na rynku kredytowym. Największe spadki zanotowały duże (o 13%), następnie małe (o 9%) i średnie przedsiębiorstwa (o 7%), a w mniejszym stopniu identyfikowany był w sektorze MSP (o 3%). Jedynie w grupie mikroprzedsiębiorstw miał miejsce wzrost (o 9%) [Łapiński 2011]. Drugim istotnym powodem spadku popytu na kredyty dla przedsiębiorstw było niższe zapotrzebowanie na finansowanie fuzji i przejęć. Czynnikiem ten wymieniło ponad 30% banków. Około 15% banków jako przyczynę spadku popytu na kredyt wskazało na prognozowane spowolnienie gospodarcze. Kierunek zmiany popytu na kredyt był przeciwny w przypadku kredytów krótkoterminowych. Część banków odnotowała wzrost popytu na kredyty dla przedsiębiorstw, co przypisywały rosnącemu zapotrzebowaniu na finansowanie zapasów i kapitału obrotowego oraz na finansowanie związane z restrukturyzacją zadłużenia. W dużym stopniu wynika to z pogorszenia płynności finansowej i perspektyw rentowności sektora przedsiębiorstw, które zmuszają niektóre firmy do większego niż dotychczas wykorzystania kredytów krótko terminowych. W efekcie w 2009 r. nastąpiło istotne osłabienie tempa wzrostu akcji



**Rys. 8.** Zmiany popytu na kredyty krótko- (lewa strona) i długoterminowe (prawa strona) w okresie od I kw. 2008 r. do I kw. 2010 r. (dodatni wskaźnik oznacza wzrost popytu)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych źródłowych NBP na temat sytuacji na rynku kredytowym [<http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/kredytowy.html>].



**Rys. 9.** Przyczyny zmiany popytu na kredyt (dodatni wskaźnik oznacza, że dany czynnik oddziaływał na wzrost popytu, ujemny oznacza spadek)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych źródłowych NBP na temat sytuacji na rynku kredytowym [<http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/kredytowy.html>].

kredytowej. W całym 2009 r. wzrost kredytów ogółem wyniósł jedynie około 9,5% wobec blisko 37% w 2008 r., z czego kredyty dla gospodarstw domowych wzrosły o blisko 12% wobec blisko 45% w 2008 r., a kredyty dla przedsiębiorstw spadły o 3,7% wobec blisko 30% wzrostu w 2008 r. [Tarnawa 2010; 2011].

Spadek wartości kredytów dla przedsiębiorstw następował także w 2010 r. W rezultacie wartość kredytów dla przedsiębiorstw obniżyła się także w 2010 r. o 1,2% wobec spadku o 3,3% w 2009 r., a wartość kredytów przedsiębiorstw w sektorze bankowym wyniosła na koniec 2010 r. 15,4% PKB (wobec 16,5% PKB na koniec 2009 r.).

Mimo stopniowego łagodzenia przez banki polityki kredytowej wobec przedsiębiorstw wzrost akcji kredytowej ogranicza wciąż niskie zapotrzebowanie na tę

formę finansowania. Wynika ono nadal z niepewności warunków prowadzenia działalności gospodarczej, dysponowania własnymi środkami finansowymi, ale również rosnącego zniechęcenia MSP do zaciągania kredytu przy dostępie do finansowania pozabankowego<sup>6</sup>. Mimo że sytuacja taka dotyczy relatywnie niewielkiej grupy potencjalnych kredytobiorców, można założyć, że przyczyną takiego stanu może być racjonowanie kredytu, tym bardziej jeśli wziąć pod uwagę, że 2/3 mikroprzedsiębiorstw nie korzysta z kredytu [PARP 2010].

#### 4. Zakończenie

Na rynku kredytów dla przedsiębiorstw finansyzacja może ujawniać się w obrębie dwóch podstawowych wymiarów: 1) systemowym, który związany jest z poziomem rozwoju systemu finansowego i zakresem oraz jakością jego usług, 2) charakteru relacji występujących na płaszczyźnie przedsiębiorstwo – bank. Wyniki badań wskazują, że ogólny poziom rozwoju systemu finansowego w Polsce ocenia się jako dobry (przy stabilnym systemie bankowym), stąd też nie jest on postrzegany jako czynnik ograniczający dostęp do finansowania zewnętrznego, w tym kredytowego. Niemniej jednak należy mieć świadomość, że inne elementy systemu finansowego, np. te o charakterze regulacyjnym, prawnym czy informacyjnym, mogą pośrednio wpływać na występowanie ograniczenia kredytowego.

W ramach drugiego z wymiarów wpływ finansyzacji na rynek kredytowy dokonuje się przez specyficzne, ograniczające zachowania jego uczestników – po stronie podażowej, jak i popytowej tego rynku. W przypadku przedsiębiorstw, zwłaszcza MSP jako nadrzędną przyczynę występowania ograniczeń w dostępie do zewnętrznego finansowania zaliczyć należy skutki wynikające ze zjawiska asymetrii informacji. Ujawniają się one zarówno przez racjonowanie kredytów, jak i zniechęcenie kredytobiorców. Zjawiska te mogą występować jako autonomiczne względem siebie bądź też mogą mieć charakter warunkowy. Drugi przypadek dotyczy głównie sytuacji, w której racjonowanie kredytu przeradza się w pasywność kredytową. Oba zjawiska są formą niedoboru środków finansowych w sektorze przedsiębiorstw. Skutkują zmniejszeniem kwoty kredytu bankowego, gorszymi warunkami dostępu do niego bądź rezygnacją z kredytu bankowego jako źródła finansowania przedsiębiorstwa. Ograniczenia w dostępie do kredytu bankowego identyfikowane są głównie w przypadku przedsiębiorstw sektora MSP, przy niezidentyfikowanej, jak dotąd, skali tego zjawiska w przypadku podmiotów mikro. Podmioty sektora MSP, jako szczególnie narażone na skutki kryzysu finansowego, doświadczają ograniczenia kredytowego przez wzrost restrykcyjności polityki kredytowej banków. Efektem tych ograniczeń jest brak możliwości dysponowania kapitałem pochodzenia bankowego, niezbędnym do finansowania działalności operacyjnej lub rozwojowej. W efekcie przedsię-

---

<sup>6</sup> Wiąże się to ze zjawiskiem substytucyjności źródeł finansowania przedsiębiorstw, np. w procesie zastępowania kredytu bankowego kredytem kupieckim; zob. [Marzec, Pawłowska 2011].

biorstwa, którym w sposób uporczywy ogranicza się dostęp do kredytów, kierują popyt na środki finansowe do innych źródeł kapitału (substytucja źródeł finansowania) bądź też decydują o redukcji rozmiarów lub zaprzestaniu prowadzenia działalności. W tym ostatnim przypadku, potencjalnie wstępującym na masową skalę, ograniczenia kredytowe stałyby się czynnikiem zagrażającym m.in. potencjałowi rozwojowemu całej gospodarki lub jej ważnych segmentów. Ze względu na to jednym z kluczowych elementów polityki poprawy dostępności do finansowania powinny być działania ukierunkowane na zmniejszenie asymetrii informacji lub ograniczające jej konsekwencje (np. rzetelne doradztwo finansowe/kredytowe, bankowość relacyjna/ społecznie odpowiedzialna/inkluzywna) oraz działania łagodzące silne zaostrenie warunków kredytowych (np. systemy gwarantowania i poręczania kredytów).

## Literatura

- Bijlsma M., Dubovik A., 2014, *Banks, financial markets and growth in developed countries. A survey of the empirical literature*, CPB Discussion Paper, no. 266, s. 2.
- Bogle J., 2010, *Dość. Prawdziwe miary bogactwa, biznesu i życia*, PTE, Warszawa.
- Calza A., Gartner C., Sousa J., 2001, *Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area*, ECB Working Paper Series, no. 55, s. 7-8.
- Dembinski P.H., 2011, *Finanse po zawale. Od euforii finansowej do gospodarczego ładu*, Studio Emka, Warszawa.
- Epstein G., 2002, *Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy*, Department of Economics and Political Economy Research Institute (PERI), University of Massachusetts, Amherst.
- European Commission, 2014, *A reformed financial sector for Europe*, COM(2014) 279 final, Brussels, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/general/20140515-erfra-communication\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/general/20140515-erfra-communication_en.pdf) (12.11.2015).
- European Commission, 2015, *Survey on The Access to Finance of Small and Medium-sized Enterprises (SAFE), Analytical Report 2015*, [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu).
- Gostomski E., 2014, *Finansyzacja w gospodarce światowej*. Biznes Międzynarodowy w Gospodarce Globalnej, nr 33.
- GUS, 2015, *Małe i średnie przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce w latach 2009-2013*, Warszawa, <http://stat.gov.pl>.
- IMF, 2015, Sahay R., Cihak M., N'Diaye P., Barajas A., Pena D.A., Gao R., Bi Y., Kyobe A., Nguyen L., Saborowski C., Svirydzenka K., Yousefi R., *Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets*, Staff Discussion Note SDN/15/08.
- Jajuga K., 2014, *W poszukiwaniu miar ryzyka finansowego*, [w:] *Finanse w rozwoju gospodarczym i społecznym*, Czekaj J., Owsiak S. (red.), PWE, Warszawa.
- Kose M.A., Prasad E., Rogoff K., Wei S.-J., 2006, *Financial globalisation: A reappraisal*, NBER Working Paper Series, no. 12484.
- Krippner G.R., 2005, *The financialization of the American economy*, Socio-Economic Review, vol. 3, no. 2, s. 174.
- Levine R., 1997, *Financial development and economic growth: Views and agenda*, Journal of Economic Literature, vol. 35, no. 2.
- Łapiński J., 2011, *Stan sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, [w:] *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2009-2010*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa.

- Mączyńska E., 2011, *Dysfunkcje gospodarki w kontekście ekonomii kryzysu*, Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego, nr 9.
- Marzec J., Pawłowska M., 2011, *Racjonowanie kredytów a substytucja między kredytem kupieckim i bankowym – badania na przykładzie polskich przedsiębiorstw*, Materiały i Studia, nr 261, NBP, Warszawa.
- Merton R.C., 1993, *Operation and Regulation in Financial Intermediation: A Functional Perspective*, [w:] *Operation and Regulation of Financial Markets*, Englund P. (red.), Stockholm.
- Merton R.C., Bodie Z., 1995, *A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment*, [w:] D.B. Crane, K.A. Froot, S.P. Mason, A. Perold, R.C. Merton, Z. Bodie, E.R. Sirri, P. Tufano, *The Global Financial System: A Functional Perspective*, Harvard Business School Press, Boston.
- Mishkin F.S., 2002, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, PWN, Warszawa.
- NBP, 2009, *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych I kwartał 2009 r.*, Warszawa.
- NBP, 2015, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2014 r.*, Warszawa.
- NBP, 2016, *Dostępność finansowania przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce*, Warszawa.
- Orhangazi Ö., 2007, *Financialization and Capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the U.S. economy: 1973-2003*, Political Economy Research Institute (PERI), Working Paper Series, no. 149, s. 864.
- O'Toole C. M., Gerlach-Kristen P., O'Connell B., 2013, *Measuring credit constraints for Irish SMEs. Research notes*, Economic and Social Research Institute (ESRI), no. 1/3.
- PARP, 2010, *Badanie rynku wybranych usług wspierających rozwój przedsiębiorczości i innowacyjności w Polsce. Obszar: finansowanie zwrotne*, Warszawa.
- Plótkarz R., 2013, *Globalne rynki finansowe. Praktyka funkcjonowania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Ratajczak M., 2012, *Finansyzacja gospodarki*, *Ekonomista*, nr 3, PTE, Warszawa, s. 282-283.
- Sawicka A., Tymoczko I.D., 2014, *Dlaczego polskie przedsiębiorstwa nie korzystają z kredytu? Zjawisko zniechęconego kredyto(nie)biorky*, Materiały i Studia, nr 310, NBP, Warszawa, s. 13.
- Scott I. O., 1957, *The availability doctrine: Theoretical underpinnings*, *Review of Economic Studies*, vol. 25, no. 1, s. 45-48.
- Stockhammer E., 2013, *Financialization and the Global Economy*, [w:] *The Political Economy of Financial Crises*, Wolfson M.H., Epstein G.H. (red.), Oxford University Press, New York.
- Summers L.H., 2000, *International financial crises: Causes, prevention, and cures*, *The American Economic Review*, vol. 90, no. 2.
- Tarnawa A., 2010 (2011), *Makroekonomiczna sytuacja Polski w 2009 r. (2010 r.)*, [w:] *PARP, Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2008-2009 (2009-2010)*, Warszawa.
- Turner A., 2010, *What do banks do? Why do credit booms and busts occur and what can public policy do about it?*, [w:] *The Future of Finance: The LSE Report*, London School of Economics and Political Science, London.
- Wrzesiński M., 2014, *Finansjalizacja gospodarki – fakty czy mity?*, [w:] *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i pożądane kierunki jej ewolucji*, Ostaszewski J., Kosycasz E. (red.), opracowanie naukowe z serii „Przedsiębiorczość”, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa. [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl).
- <http://www.nbp.pl/home.aspx?c=/ascx/koniunktura>.
- <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/kredytowy.html>.