

---

ANNALIS  
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA  
LUBLIN – POLONIA

VOL. XLVII, 2

SECTIO H

2013

---

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie, Zakład Rynków Finansowych

ANNA KASPRZAK-CZELEJ

---

*Determinanty inwestycji przedsiębiorstw*

---

The determinants of corporate investments

**Słowa kluczowe:** inwestycje, rynki rozwijające się

**Key words:** investments, emerging markets

### Wstęp

Inwestycje są jedną z podstawowych zmiennych analizowanych zarówno na poziomie makro-, jak i mikroekonomicznym. Ich znaczenie w ujęciu zagregowanym wiąże się z oddziaływaniem i na popyt bieżącego okresu, i – pośrednio – na łączną podaż w okresach przyszłych. Poprzez inwestycje do gospodarki wprowadzany jest postęp techniczny. Ponadto inwestycje uważa się za podstawową zmienną odpowiedzialną za znaczną część fluktuacji PKB w ramach cyklu koniunkturalnego.

W ujęciu mikroekonomicznym inwestycje stanowią podstawowy warunek wzrostu wartości i rozwoju przedsiębiorstw, przez co należy rozumieć całość pozytywnych zmian w przedsiębiorstwie tak w ujęciu ilościowym (np. zwiększenie majątku trwałego, kapitałów własnych, wielkości produkcji), jak i jakościowym (np. poprawa efektywności gospodarowania, podniesienie kwalifikacji pracowników, polepszenie jakości produktów)<sup>1</sup>.

Celem niniejszego artykułu jest syntetyczne przedstawienie determinant inwestycji przedsiębiorstw oraz ich weryfikacja na podstawie przeglądu badań empirycznych dla krajów rozwijających się.

---

<sup>1</sup> H. Towarnicka, *Strategia inwestycyjna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2004, s. 37.

## 1. Istota i rodzaje inwestycji przedsiębiorstw

Inwestycje to wydatki kapitału na powiększanie składowych majątku rzeczowego i finansowego, które mają zapewnić oczekiwany dochód z ich użytkowania, sprzedaży lub wynajmu<sup>2</sup>. W analizach GUS pojęcie inwestycji jest traktowane wężej, jako nakłady inwestycyjne, i oznacza nakłady finansowe lub rzeczowe ponoszone celem stworzenia nowych środków trwałych lub ulepszenia (przebudowa, rozbudowa, rekonstrukcja, modernizacja) istniejących obiektów majątku trwałego i nakłady na tzw. pierwsze wyposażenie inwestycji<sup>3</sup>.

Cechami charakterystycznymi inwestycji przedsiębiorstw i decydującymi o ich istocie są<sup>4</sup> relatywnie długi okres zamrożenia środków finansowych, a zatem i stosunkowo długi czas do momentu osiągnięcia potencjalnych korzyści, wielkość ponoszonych nakładów przekraczająca poziom wynikający z działalności operacyjnej przedsiębiorstwa, z reguły duży wpływ rezultatów inwestycji na efektywność i konkurencyjność podmiotów oraz ryzyko towarzyszące inwestycji.

Inwestycje przedsiębiorstw mogą dotyczyć rzeczowych składników majątku trwałego, aktywów finansowych (w szczególności akcji, udziałów w innych podmiotach, obligacji) oraz szeroko rozumianych aktywów niematerialnych (działalności badawczo-rozwojowej, kształcenia pracowników, marketingu przedsiębiorstwa, sfery socjalnej<sup>5</sup>). Biorąc powyższe pod uwagę, wyróżnia się inwestycje rzeczowe, finansowe i niematerialne<sup>6</sup>.

Inwestycje rzeczowe odgrywają podstawową rolę we wzroście wewnętrznym przedsiębiorstwa, mogą poprawić jego pozycję konkurencyjną lub zwiększyć udział w rynku<sup>7</sup>. Inwestycje finansowe pozwalają na wykorzystanie wolnych środków finansowych celem uzyskania dodatkowego dochodu w sytuacji braku realizacji inwestycji rzeczowych. W przedsiębiorstwach niefinansowych nie powinny być jednak traktowane priorytetowo w stosunku do inwestycji rzeczowych. Inwestycje finansowe mogą stanowić sposób podporządkowania innego przedsiębiorstwa. Uważa się jednak, że fuzje i przejęcia nie są typowymi inwestycjami finansowymi, gdyż mają również cechy inwestycji rzeczowych. Nabycie innego podmiotu odbywa się poprzez zakup akcji (inwestycja finansowa), ale cel tej transakcji wykracza poza zysk kapitałowy i dotyczy poprawy efektywności prowadzonej działalności (cecha inwestycji rzeczowej)<sup>8</sup>.

<sup>2</sup> P. Karpuś (red.), *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2006, s. 139.

<sup>3</sup> Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej, GUS, Warszawa 2006, s. 643.

<sup>4</sup> J. Różański, *Inwestycje i finanse przedsiębiorstwa*, [w:] J. Kortan (red.) *Podstawy ekonomiki i zarządzania przedsiębiorstwem*, C.H. Beck, Warszawa 1997, s. 405.

<sup>5</sup> Por. J. Różański (red.), *Inwestycje rzeczowe i kapitałowe*, Difin, Warszawa 2006, s. 16; A. Michalak, *Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 22.

<sup>6</sup> J. Różański (red.), *op. cit.*, s. 14, 16.

<sup>7</sup> Idem, *Inwestycje rzeczowe w procesach rozwojowych przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1998, s. 23, 44.

<sup>8</sup> *Ibidem*, s. 44; J. Różański (red.), *op. cit.*, s. 35.

## 2. Czynniki warunkujące decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw

Wielkość inwestycji rzeczowych realizowanych przez przedsiębiorstwa pozostaje pod wpływem zarówno czynników wewnętrznych, jak i tych związanych z otoczeniem przedsiębiorstwa (tabela 1). Determinanty te w pewnym zakresie są ujmowane w formułowanych głównie na poziomie makroekonomicznym modelach inwestycji, w szczególności modelu akceleratora, neoklasycznym, q Tobina czy różnych odmianach modeli *cash flow*<sup>9</sup>.

Tabela 1. Determinanty inwestycji rzeczowych

Czynniki zewnętrzne	Czynniki wewnętrzne
<ol style="list-style-type: none"> <li>1) popyt na dobra i usługi przedsiębiorstwa (rodzaj, pojemność rynku)</li> <li>2) ogólna sytuacja gospodarcza kraju, klimat inwestycyjny</li> <li>3) zasoby w gospodarce narodowej (w tym naturalne, łącznie z możliwością ich przetworzenia i wykorzystania w produkcji)</li> <li>4) rozwiązania systemowe (finansowe, ekonomiczne, instytucjonalne)</li> <li>5) stabilizacja społeczno-polityczna</li> <li>6) polityka państwa (fiskalna, monetarna, kursu walutowego, regulacje prawne działalności inwestycyjnej, tworzenie specjalnych stref ekonomicznych, zasady amortyzacji majątku trwałego, instrumenty celne)</li> <li>7) obecna i potencjalna konkurencja (podaż dóbr i usług)</li> <li>8) stopień otwartości gospodarki (m.in. handel zagraniczny, przepływ kapitału finansowego i czynnika ludzkiego, udział kraju w różnych układach międzynarodowych)</li> <li>9) bariery (np. importowa, energetyczna)</li> <li>10) inne, np. rozwój komputeryzacji i jego wpływ na bazy i systemy informatyczne – jakość i cena informacji</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) wielkość, mobilność, produktywność i zyskowość zasobów własnych przedsiębiorstwa</li> <li>2) możliwość pozyskania zasobów celem zaspokojenia potrzeb przedsiębiorstwa</li> <li>3) organizacja i system zarządzania, kultura organizacyjna (m.in. wiedza i umiejętność współdziałania z innymi podmiotami) oraz prowadzenie negocjacji</li> <li>4) adaptacja przedsiębiorstwa do wysokiej zmienności otoczenia</li> <li>5) inne, np. zdolność i skłonność do inwestowania, wolne środki finansowe</li> </ol>

Źródło: opracowanie własne na podstawie H. Towarnicka, *Strategia inwestycyjna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2004, s. 146–147; *Inwestycje rzeczowe i kapitałowe*, J. Różański (red.), Difin, Warszawa 2006, s. 27–30; A. Zachorowska, *Ryzyko działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, s. 195.

Śród czynników zewnętrznych, zwłaszcza w przypadku inwestycji rozwojowych, najistotniejsze znaczenie ma wielkość spodziewanego popytu, koszt kapitału obcego, dostępność funduszy zewnętrznych oraz oddziałująca na wyżej wymienione dwa czynniki polityka państwa w sferze podatkowej (stawki podatków, możliwość wykorzystania przyspieszonej amortyzacji aktywów trwałych, ulgi i dotacje inwestycyj-

<sup>9</sup> Szerzej zob. np. A. Kasprzak-Czelej, *Gieldowy rynek akcji a gospodarka – ujęcie funkcyjne*, Difin, Warszawa 2012, s. 128–132.

ne), kształtowanie prawa w dziedzinie inwestycji oraz polityka państwa w zakresie stóp procentowych i kursu walutowego<sup>10</sup>. Wielkość oczekiwanego popytu może być przy tym szacowana na podstawie prognoz PKB. Wpływ stóp procentowych na inwestycje odbywa się głównie poprzez determinowanie poziomu kosztu kapitału i na ogół zależność między poziomem stóp procentowych a inwestycjami jest negatywna. Podobnie negatywnie wpływa inflacja, która może być traktowana jako zmienna wyrażająca poziom niepewności w gospodarce (niestabilne ceny oznaczają gorszą jakość informacyjną systemu cenowego, niesprzyjającą efektywnej alokacji aktywów).

Najważniejsze czynniki wewnętrzne wpływające na podejmowanie przez przedsiębiorstwo inwestycji rzeczowych to stopień wykorzystania swoich zdolności wytwórczych oraz zużycia fizycznego i ekonomicznego posiadanych składników majątku, skłonność menadżerów do realizacji inwestycji (skłonność do ryzyka, kwestia własnej kariery zawodowej) i możliwości finansowe firmy (m.in. kondycja ekonomiczno-finansowa, zdolność akumulacyjna i wiarygodność kredytowa przedsiębiorstwa)<sup>11</sup>.

Warto przy tym zaznaczyć, iż na ogół przedsiębiorstwa ustalają cele i przesłanki inwestycyjne na etapie formułowania podstawowej strategii przedsiębiorstwa<sup>12</sup>. Realizowane inwestycje wynikają z przyjętej polityki inwestycyjnej. Na etapie jej wyznaczenia określone są w ujęciu hierarchicznym potrzeby inwestycyjne, ze wskazaniem ich przyczyn oraz celów, powiązanych z celami strategicznymi firmy, oraz warianty strategii inwestycyjnych (rozwojowych lub pasywnych), które w zasadzie stanowią odbicie wpływu czynników wewnętrznych i zewnętrznych<sup>13</sup>. Podstawowe przyczyny, a zarazem potencjalne cele realizacji inwestycji, to wzrost wartości przedsiębiorstwa, jego restrukturyzacja (w tym redukcja zatrudnienia, automatyzacja produkcji), opanowanie nowego segmentu rynku, względy ochrony środowiska oraz przesłanki związane z osiąganymi wynikami finansowymi i realizowaną produkcją (np. poprawa wyniku finansowego, zmiana profilu, dywersyfikacja produkcji, poprawa jej jakości oraz obniżka kosztów)<sup>14</sup>.

### 3. Przegląd badań empirycznych

Badania z zakresu determinant inwestycji można podzielić na dwie grupy, w zależności od zakresu przedmiotowego badań. Pierwsze wykorzystują analizy makroeko-

<sup>10</sup> J. Różański, *Inwestycje rzeczowe...*, s. 63.

<sup>11</sup> *Ibidem*, s. 63–64; E. Ostrowska, *Ryzyko projektów inwestycyjnych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002, s. 23.

<sup>12</sup> Istota strategii przedsiębiorstwa sprowadza się do określenia jego pozycji względem otoczenia, sformułowania istotnych celów i sposobów ich osiągnięcia, gospodarowania zasobami przedsiębiorstwa zgodnie ustalonymi celami, dokonywania wyborów i podejmowania decyzji strategicznych. H. Towarnicka, *op. cit.*, s. 45.

<sup>13</sup> *Ibidem*, s. 57–60, 146–147. W aspekcie podejmowania decyzji inwestycyjnych zwraca się również uwagę na znaczenie budżetowania kapitałowego jako narzędzia wspomagającego ten proces. Zob. D. Miłaszewicz, *Zarządzanie inwestycjami rzeczowymi w przedsiębiorstwie*, [w:] *Zarządzanie finansami: cele – organizacja – narzędzia*, t. 2, D. Zarzecki (red.), Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2001, s. 528.

<sup>14</sup> Por. H. Towarnicka, *op. cit.*, s. 32–33.

nomicznych szeregów czasowych dla jednego lub większej liczby krajów, drugie natomiast stosują podejście mikroekonomiczne i bazują na danych z poziomu firm.

Na podstawie analizy czynników makroekonomicznych, które potencjalnie mogą oddziaływać na działalność inwestycyjną, na bazie danych z Argentyny z lat 1970–2000 stwierdzono<sup>15</sup>, że w krótkim okresie najistotniejsze są zmienne popytowe oraz te mogące wywoływać „szoki” w zakresie osiągniętych stóp zwrotu, tj. kurs walutowy, liberalizacja handlu. Oszacowany współczynnik elastyczności stopy inwestycji względem PKB wyniósł 1,99%, a względem kursu walutowego 0,21%. Zaobserwowano również występowanie efektu wypierania inwestycji prywatnych przez publiczne (*crowding-out effect*) (zwiększenie inwestycji publicznych o 1% redukuje inwestycje prywatne o 0,17%), ale dotyczy on tylko krótkiego okresu. W długim czasie podstawowymi czynnikami decydującymi o akumulacji kapitału jest dobrze rozwinięty rynek finansowy (kredytowy) oraz perspektywy stabilności finansowej (tu określane na podstawie poziomu zadłużenia zagranicznego).

Podobne wyniki osiągnięto dla Brazylii w analizach bazujących na danych z lat 1956–1996. Stwierdzono, że w krótkim okresie inwestycje prywatne pozostają głównie pod wpływem popytu (PKB) (współczynnik elastyczności 1,42%), które to oddziaływanie zmniejsza się wraz z wydłużaniem horyzontu czasowego (współczynnik elastyczności dla długiego okresu wyniósł 0,75%). W długim okresie istotny jest natomiast realny kurs walutowy oraz poziom rozwoju systemu finansowego, określane na podstawie wielkości kredytów udzielonych sektorowi prywatnemu<sup>16</sup>.

Dla Grecji na podstawie danych z lat 1960–1999 stwierdzono, że czynnikami o największym wpływie są wytwarzane efekty oraz zyskowność. Odpowiednie współczynniki elastyczności inwestycji względem tych zmiennych wyniosły 1,592 oraz 0,825. Zaobserwowano również, iż inwestycje są prawie nieelastyczne względem stóp procentowych, modelowo traktowanych jako podstawowa determinanta inwestycji (współczynnik elastyczności na poziomie  $-0,028$ )<sup>17</sup>.

Na podstawie analizy 16 krajów Ameryki Łacińskiej w okresie 1970–2000 odnotowano statystycznie istotny negatywny związek pomiędzy inwestycjami a miarami niestabilności i niepewności gospodarczej, m.in. zmiennością kursów walutowych, inflacją, zmiennością zagranicznych przepływów kapitału (bez uwzględniania bezpośrednich inwestycji zagranicznych)<sup>18</sup>. Stwierdzono, że zmiany w dostępności kapitału zagranicznego lub gwałtowne odwrócenie kierunku netto przepływów kapitału zagranicznego oddziałują na inwestycje bezpośrednio, przez kanał finansowania, oraz pośrednio, przez

<sup>15</sup> P. Acosta, A. Loza, *Short And Long Run Determinants of Private Investment in Argentina*, "Journal of Applied Economics" 2005, vol. VIII, no. 2, s. 389–406.

<sup>16</sup> M. Ribeiro, J. Texeira, *Análisis econométrico de la inversión privada en Brasil*, "Revista de la CEPAL" 2001, no. 74 (cyt. za: P. Acosta, A. Loza, *op. cit.*, s. 402–403).

<sup>17</sup> P.G. Michaelides, A. Roboli, *The determinants of investment activity in Greece (1960–'99)*, Aegan Working Papers 2005, s. 16–17.

<sup>18</sup> G. Moguillansky, *Investment and financial volatility in Latin America*, "CEPAL Review" 2002, N° 77, s. 45–63.

zwiększenie niepewności. Zmniejszona dostępność środków finansowych dla dużych przedsiębiorstw może bowiem oznaczać skierowanie ich potrzeb kapitałowych w kierunku krajowego systemu finansowego, gdzie z kolei w tych warunkach występowałby nacisk na jakość finansowanych projektów i prawdopodobnie ograniczenie finansowania projektów małych i średnich przedsiębiorstw. Z estymowanego modelu dla badanych krajów wynika, że zmiana kierunku netto przepływów kapitału zagranicznego o wartości 1% PKB skutkuje obniżeniem stopy inwestycji o 0,64% przez kanał finansowania, a jeśli dodatkowo wiąże się ze wzrostem zmienności tych przepływów, to przyczynia się do dalszego spadku stopy inwestycji o 0,11%<sup>19</sup>.

Na podstawie badań panelowych przeprowadzonych z wykorzystaniem danych zarówno z poziomu makro-, jak i mikroekonomicznego z lat 1992–2007, pochodzących z 34 krajów rozwijających się, w tym z Polski, stwierdzono, że bieżący poziom inwestycji w aktywa trwałe przedsiębiorstw jest statystycznie istotny i dodatnio zależny od inwestycji realizowanych w roku ubiegłym i współczynnika  $q$  Tobina, a negatywnie od wolnych przepływów pieniężnych, rentowności oraz wielkości firmy, co sugeruje, iż większe firmy mniej inwestują w aktywa trwałe. Istotnym czynnikiem pozytywnie wpływającym na inwestycje jest również rozwój krajowego rynku obligacji, ale już rozwój sektora bankowego czy rynku akcji nie stanowi statystycznie istotnej determinanty inwestycji. Warto przy tym zauważyć, że spośród rozpatrywanych zmiennych makroekonomicznych jedynie wpływ PKB *per capita* był statystycznie istotny (negatywny i bliski zera), a zarówno kurs walutowy, jak i stopy procentowe pozostawały nieistotne. Spośród wymienionych czynników najsilniej na inwestycje oddziaływał współczynnik  $q$  Tobina, następnie dostępne *cash flow* oraz przeszłe inwestycje<sup>20</sup>.

Podobne do wyżej wymienionych determinanty inwestycji wyróżniono na podstawie badania przeprowadzonego z wykorzystaniem danych z przedsiębiorstw pochodzących z Chile, Brazylii i Meksyku z lat 1997–2006. Również tu zaobserwowano dodatnią zależność pomiędzy realizowanymi inwestycjami w danym okresie a ich wartością z lat ubiegłych. Przeciwnie jednak do powyższych wyników stwierdzono, że firmy o wyższej wartości wskaźnika ROA i  $q$  Tobina, czyli bardziej zyskowne i o dużych możliwościach wzrostu, inwestują więcej. Dodatkowo odnotowano ujemną zależność pomiędzy poziomem inwestycji a przeszłym poziomem dźwigni finansowej. Relacja ta była silniejsza dla firm o małych perspektywach wzrostu i z relatywnie dużą ilością długoterminowych aktywów, co na ogół jest dodatnio związane z wykorzystywaniem długoterminowego finansowania<sup>21</sup>.

Z analiz na poziomie mikroekonomicznym wynika również, że inwestycje są wrażliwe na dostępność wewnętrznych źródeł finansowania, szczególnie inwestycje firm

<sup>19</sup> *Ibidem*, s. 57.

<sup>20</sup> G.A. Bokpin, J.M. Onumah, *An empirical analysis of the determinants of corporate investment decisions: evidence from emerging market firms*, "International Research Journal of Finance and Economics" 2009, issue 33, s. 138–139.

<sup>21</sup> V. Fernandez, *The Driving Factors of Firm Investment: Latin American Evidence*, "Emerging Markets Finance & Trade" 2011, vol. 47, issue 5, s. 4–26.

wzrostowych, o wysokim poziomie deprecjacji majątku i dużej zmienności wyników finansowych<sup>22</sup>. Samo tempo wzrostu firmy oraz stopa deprecjacji są również dodatkimi determinantami inwestycji<sup>23</sup>.

Badania empiryczne polskich przedsiębiorstw w okresie 1992–1997 pozwalają natomiast stwierdzić, że podstawowe znaczenie dla gotowości inwestycyjnej przedsiębiorstw mają kwestie finansowe: sytuacja ekonomiczno-finansowa i polityka finansowa przedsiębiorstwa, warunki pozyskania środków finansowych oraz warunki rynkowe<sup>24</sup>.

Z analiz spółek notowanych na GPW w Warszawie z okresu 1998–2009 można zaś wyciągnąć wniosek, że decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw są podejmowane na podstawie danych fundamentalnych, a nie wyceny rynkowej. Stwierdzono również, iż dla inwestycji przedsiębiorstw większe znaczenie ma mechanizm opisany teorią akceleratora, czyli czynniki popytowe, niż modelami *cash flow* i związaną z nimi kwestią ograniczeń finansowych<sup>25</sup>.

## Zakończenie

Przytoczone wyniki badań empirycznych sugerują, że najważniejszymi czynnikami dla realizacji inwestycji w krajach rozwijających się są stan koniunktury gospodarczej, miary niepewności i ryzyka oraz poziom rozwoju szeroko rozumianego rynku finansowego. W obecnych warunkach relatywnie dużej niepewności i ryzyka, wynikającego chociażby ze zmienności na rynkach finansowych, związanej z tzw. kryzysem zadłużenia, wydaje się, że celem wspierania inwestycji przedsiębiorstw nacisk powinien być położony na czynniki stymulujące koniunkturę gospodarczą oraz rozwój systemu finansowego, a przez to na zwiększenie dostępności środków do finansowania inwestycji.

## Bibliografia

1. Abel A.B., J.C. Eberly, *Q theory without adjustment costs and cash flow effects without financing constraints*, "Meeting Papers from Society for Economic Dynamics" 2004, no. 205.
2. Acosta P., A. Loza, *Short And Long Run Determinants of Private Investment in Argentina*, "Journal of Applied Economics" 2005, vol. VIII, no. 2.
3. Bokpin G.A., J.M. Onumah, *An empirical analysis of the determinants of corporate investment decisions: evidence from emerging market firms*, "International Research Journal of Finance and Economics" 2009, issue 33.
4. Fernandez V., *The Driving Factors of Firm Investment: Latin American Evidence*, "Emerging Markets Finance & Trade" 2011, vol. 47, issue 5.

<sup>22</sup> A.B. Abel, J.C. Eberly, *Q theory without adjustment costs and cash flow effects without financing constraints*, "Meeting Papers from Society for Economic Dynamics" 2004, no. 205.

<sup>23</sup> N. Moyen, S. Platikanov, *Investments and Firm Characteristics*, <https://www.eurofidai.org/Platikanov.pdf> (8.01.2013)

<sup>24</sup> J. Różański, *Inwestycje rzeczowe...*, s. 130–133.

<sup>25</sup> A. Kasprzak-Czelej, *op. cit.*, s. 233–234.

5. Karpuś P. (red.), *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2006.
6. Kasprzak-Czelej A., *Gieldowy rynek akcji a gospodarka – ujęcie funkcyjne*, Difin, Warszawa 2012.
7. Michaelides P.G., A. Roboli, *The determinants of investment activity in Greece (1960–'99)*, Aegan Working Papers 2005, także jako P.G. Michaelides, A. Roboli, *The determinants of investment activity in Greece (1960–'99)*, "Journal of Transport and Shipping" 2005, issue 5.
8. Michalak A., *Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
9. Miłaszewicz D., *Zarządzanie inwestycjami rzeczowymi w przedsiębiorstwie*, [w:] D. Zarzecki (red.) *Zarządzanie finansami: cele – organizacja – narzędzia*, t. 2, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2001.
10. Moguillansky G., *Investment and financial volatility in Latin America*, "CEPAL Review" 2002, N° 77.
11. Moyen N., S. Platikanov, *Investments and Firm Characteristics*, <https://www.eurofidai.org/Platikanov.pdf> (8.01.2013).
12. Ostrowska E., *Ryzyko projektów inwestycyjnych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002.
13. Róžański J., *Inwestycje i finanse przedsiębiorstwa*, [w:] J. Kortan (red.) *Podstawy ekonomiki i zarządzania przedsiębiorstwem*, C.H. Beck, Warszawa 1997.
14. Róžański J., *Inwestycje rzeczowe w procesach rozwojowych przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1998.
15. Róžański J. (red.), *Inwestycje rzeczowe i kapitalowe*, Difin, Warszawa 2006.
16. Towarnicka H., *Strategia inwestycyjna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2004.
17. Zachorowska A., *Ryzyko działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.

#### **The determinants of corporate investments**

The article provides a brief review of internal and external factors that determine corporate investment. The results of empirical researches on investment determinants are quoted. They suggest that the key factors for investment, generally speaking, are connected with an economic condition, uncertainty and risk, and the level of financial development.