

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

271

Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Tom 2



Redaktorzy naukowi

**Adam Kopiński, Tomasz Słoński,
Bożena Ryszawska**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Redaktorzy Wydawnictwa: Elżbieta Kozuchowska, Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Justyna Mroczkowska

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

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

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-219-2 (całość)

ISBN 978-83-7695-227-7 t. 2

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Aneta Michalak: Wybrane aspekty finansowania inwestycji rozwojowych w branżach kapitałochłonnych	11
Grzegorz Mikołajewicz: Społeczna odpowiedzialność biznesu (CSR), etyka biznesu i wartości korporacyjne	23
Sebastian Moskal: Zastosowanie instrumentu <i>credit default swap</i> do szacowania stopy wolnej od ryzyka na potrzeby wyceny wartości przedsiębiorstwa	34
Krzysztof Możejko: Efektywność analizy portfelowej w zmiennych warunkach inwestycyjnych	47
Rafał Nagaj: Analysis of public finances in Poland and the EU during the financial/economic crisis in 2008-2010	60
Witold Niedzielski: Najem długoterminowy samochodów jako alternatywa dla leasingu. Studium przypadku	71
Jarosław Nowicki: Szacowanie stopy podatku dochodowego w wycenie przedsiębiorstw niebędących spółkami kapitałowymi	83
Józef Osoba, Marcin Czarnacki: Wykorzystanie <i>mezzanine capital</i> w zrównoważonym modelu struktury kapitału przedsiębiorstwa	92
Dorota Ostrowska: Sprawność zarządzania środkami finansowymi uczestników rynku emerytalnego w Polsce	107
Przemysław Panfil: Przyjmowanie przez ministra finansów środków w depozyt lub w zarządzanie. Wnioski <i>de lege lata</i>	118
Marek Pauka, Paweł Prędkiewicz: Zagadka dyskonta w wycenach zamkniętych funduszy inwestycyjnych z perspektywy inwestora	127
Agnieszka Piechocka-Kaluźna: Znaczenie współczynnika wypłacalności jako miernika bezpieczeństwa funkcjonowania banków komercyjnych ...	141
Katarzyna Prędkiewicz: Is it possible to measure a funding gap?	152
Katarzyna Prędkiewicz: Limity inwestycyjne funduszy <i>venture capitals</i> i aniołów biznesu	160
Katarzyna Prędkiewicz, Hanna Sikacz: Analiza płynności statycznej grup kapitałowych na przykładzie przemysłu metalowego	170
Anna Pyka: Zewnętrzne formy finansowania działalności operacyjnej oraz inwestycji w małych i średnich przedsiębiorstwach w okresie kryzysu gospodarczego	183
Anna Pyka: Motywy emisji „obligacji węglowych” jako specyficznych obligacji korporacyjnych opartych na świadczeniach niepieniężnych	193
Anna Rosa, Wojciech Rosa: The impact of seasonality on the level of working capital needs	203

Jerzy Różański, Jakub Marszałek: Struktura finansowania firm rodzinnych na przykładzie przedsiębiorstw regionu łódzkiego	215
Jerzy Różański, Dorota Starzyńska: Finansowe i pozafinansowe czynniki rozwoju przedsiębiorstw rodzinnych w regionie łódzkim	226
Józef Rudnicki: Can stock splits generate abnormal stock performance in post-crisis era? Evidence from the New York Stock Exchange.....	237
Włodzimierz Rudny: Model biznesu w procesie tworzenia wartości.....	248
Iwona Sajewska, Artur Stefański: Źródła finansowania wybranych przedsiębiorzeń w zakresie produkcji energii z zasobów odnawialnych w Polsce	259
Alicja Sekuła: Property revenues (PRS) and expenditures of local government units (LGUS) in Poland	270
Paweł Sekuła: Empiryczny test strategii fundamentalnej.....	280
Przemysław Siudak: Wpływ Wałbrzyskiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej na sektor finansów publicznych	290
Tomasz Skica: Efektywność działania jednostek samorządu terytorialnego .	306
Michał Soliwoda: Rzeczowe aktywa trwałe a cykl inkasa należności, obrotu zapasami i regulowania zobowiązań	317
Dorota Starzyńska, Jakub Marszałek: Bariery finansowania firm rodzinnych na przykładzie przedsiębiorstw regionu łódzkiego	327
Wacława Starzyńska, Justyna Wiktorowicz: Czy zamówienia publiczne sprzyjają innowacyjności przedsiębiorstw?	336
Artur Stefański: Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej spółek giełdowych a cena rynkowa akcji.....	346
Igor Styn: Zakres wykorzystania funduszy pomocowych w finansowaniu inwestycji w odnawialne źródła energii w Polsce w stosunku do potrzeb inwestycyjnych	355
Alina Szewc-Rogalska: Wykup akcji własnych przez spółki giełdowe jako forma dystrybucji wartości dla akcjonariuszy	365
Piotr Szkudlarek: Inwestycje operatorów telekomunikacyjnych jako czynnik ograniczania wykluczenia cyfrowego w Polsce.....	374
Aneta Szóstek: Nabywanie nieruchomości w Polsce przez inwestorów zagranicznych.....	383
Piotr Szymański: Propozycja nowego standardu wartości uwzględniającego koszty zewnętrzne	394
Tomasz Śpiewak: Kierunki modyfikacji metody Baumola zarządzania środkami pieniężnymi – model linii kredytowej.....	406
Beata Trzaskuś-Zak: Budowa modelu prognostycznego należności spłacanych terminowo metodą harmoniczną i metoda Kleina.....	418
Dariusz Urban: Państwowe fundusze majątkowe jako inwestor finansowy ..	434
Ewa Widz: Efektywność wyceny rynkowej kontraktów futures na kurs euro na GPW w Warszawie	443

Paweł Wnuczak: Stopa zwrotu z kapitałów własnych (ROE) jako jedna z podstawowych determinant kreacji wartości przedsiębiorstwa	454
Robert Wolański: Zakres wykorzystania preferencji podatkowych w podatku dochodowym przez małe i średnie przedsiębiorstwa.....	467
Justyna Zabawa: Zastosowanie metody AHP w procesie finansowania inwestycji w odnawialne źródła energii	475
Dariusz Zawadka: Aktywność funduszy <i>venture capital</i> w ramach alternatywnych systemów obrotu	488
Danuta Zawadzka, Ewa Szafraniec-Siluta: Samofinansowanie produkcji rolniczej a poziom aktywności inwestycyjnej towarowych gospodarstw rolnych – analiza porównawcza sytuacji w Polsce na tle Unii Europejskiej.....	498
Grzegorz Zimon: Zarządzanie zapasami w przedsiębiorstwach tworzących zintegrowany system dostaw	509
Aleksandra Zygmunt: Analiza płynności finansowej spółek giełdowych branży przemysłu spożywczego w Polsce.....	519

Summaries

Aneta Michalak: Chosen aspects of financing development investments in capital-consuming industries.....	22
Grzegorz Mikołajewicz: Corporate Social Responsibility (CSR), business ethics and corporate values.....	33
Sebastian Moskal: Application of credit default swap in order to estimate risk free rate in the process of company's valuation	46
Krzysztof Możejko: Effectiveness of portfolio analysis in variable conditions on capital markets	59
Rafał Nagaj: Analiza finansów publicznych w Polsce i Unii Europejskiej w czasie kryzysu finansowego i gospodarczego w latach 2008-2010.....	70
Witold Niedzielski: Long-term rent with fleet management as an alternative for lease of cars. Case study	82
Jarosław Nowicki: Estimating the income tax rate in valuation of other enterprises than limited liability or joint-stock companies	91
Józef Osoba, Marcin Czarnacki: The use of mezzanine capital in an equilibrium model of capital structure of an enterprise.....	106
Dorota Ostrowska: Quality management of the pension market participants' financial means in Poland.....	117
Przemysław Panfil: The rules of free funds transfer to the Minister of Finance in the deposit or management – attempt to assess	126
Marek Pauka, Paweł Prędkiewicz: Mystery of discount in valuations of closed-end funds from the investor's perspective	140

Agnieszka Piechocka-Kaluźna: The role of insolvency ratio in assessing safety and ability for continuance of commercial banks.....	151
Katarzyna Prędkiewicz: Czy można zbadać lukę finansową?	159
Katarzyna Prędkiewicz: Venture capital and business angels investment limits	169
Katarzyna Prędkiewicz, Hanna Sikacz: Analysis of static financial liquidity in capital groups on the example of metal industry	182
Anna Pyka: External forms of working-capital and capital-expenditure financing for small and medium-sized businesses in times of an economic crisis.....	192
Anna Pyka: The motives for issuing “coal bonds” as a specific corporate bonds based on non-financial benefits	202
Anna Rosa, Wojciech Rosa: Wpływ sezonowości na poziom kapitału obrotowego.....	214
Jerzy Różański, Jakub Marszałek: Family business financial structure analysis of the Łódź region companies.....	225
Jerzy Różański, Dorota Starzyńska: Financial and non-financial factors of family enterprise development in the Łódź region.....	236
Józef Rudnicki: Czy podział akcji może być źródłem ponadprzeciętnych stóp zwrotu w czasach po kryzysie 2007-2009? Przykład Nowojorskiej Giełdy Papierów Wartościowych.....	247
Włodzimierz Rudny: Business model in value creation process	258
Iwona Sajewska, Artur Stefański: Main sources of funding for production ventures energy from renewable resources in Poland	269
Alicja Sekuła: Dochody i wydatki majątkowe jednostek samorządu terytorialnego	279
Paweł Sekuła: Empirical test of fundamental strategy.....	289
Przemysław Siudak: The influence of “Invest-Park” – Wałbrzych Special Economic Zone on public finance sector	305
Tomasz Skica: Effectiveness of activities of local government units	316
Michał Soliwoda: Tangible fixed assets vs. receivables, turnover and payables conversion cycles	326
Dorota Starzyńska, Jakub Marszałek: Family business financing barriers analysis of the Łódź region companies.....	335
Wacława Starzyńska, Justyna Wiktorowicz: Can public procurement stimulate innovativeness of enterprises?	345
Artur Stefański: Operating cash flow of firms listed on stock exchange and the price of stocks	354
Igor Styn: The scope of aid funds use in financing investments in renewable energy in Poland in comparison to investment needs	364
Alina Szewc-Rogalska: Share repurchase by publicly listed companies as a form of value distribution for shareholders	373

Piotr Szkudlarek: Telecommunication operators' investments as a factor limiting the digital exclusion in Poland	382
Aneta Szóstek: Acquiring properties in Poland by foreign investors	393
Piotr Szymański: The idea of a new standard of value which takes into account the external costs.....	405
Tomasz Śpiewak: Directions of modifications of the Baumol cash management model – line of credit model.....	417
Beata Trzaskus-Żak: Construction of the prognostic model of paid-in-term receivables using the harmonic method and the Klein method.....	433
Dariusz Urban: Sovereign Wealth Funds as a financial investor	442
Ewa Widz: Efficiency of market valuation of euro futures on the Warsaw Stock Exchange.....	453
Paweł Wnuczak: Return on equity (ROE) as one of fundamental determinants of company's value creation	466
Robert Wolański: The scope of the use of tax expenditures in income tax for small and medium enterprises.....	474
Justyna Zabawa: The application of the AHP method in the process of financing renewable energy sources projects.....	487
Dariusz Zawadka: Venture Capital activity in alternative investment markets	497
Danuta Zawadzka, Ewa Szafraniec-Siluta: Self-financing of agricultural production vs. the level of commercial farms' investment activity – comparative analysis of the situation in Poland on the basis of the European Union	508
Grzegorz Zimon: Inventory management in enterprises creating an integrated supply system.....	518
Aleksandra Zygmunt: Financial liquidity analysis of quoted enterprises belonging to food industry in Poland	531

Jerzy Różański, Jakub Marszałek

Uniwersytet Łódzki

STRUKTURA FINANSOWANIA FIRM RODZINNYCH NA PRZYKŁADZIE PRZEDSIĘBIORSTW REGIONU ŁÓDZKIEGO*

Streszczenie: Dotychczasowe badania nad sposobem finansowania przedsiębiorstw rodzinnych wskazują, że charakteryzuje się on dużym udziałem wykorzystania kapitału własnego i niskim poziomem zadłużenia. Celem artykułu jest wskazanie specyfiki finansowania przedsiębiorstw rodzinnych. Na podstawie badania kwestionariuszowego przeprowadzonego z przedsiębiorcami regionu łódzkiego stwierdzono, że podmioty te na ogół nie są zadłużone i nie korzystają z zewnętrznych źródeł kapitału własnego. Często utrzymują także wysoką płynność finansową, wykazując awersję do ryzyka. Struktura finansowania wraz ze wzrostem firmy rodzinnej zmienia się jednak nieco inaczej niż w przypadku firmy nierodzinnej, co może wskazywać na występowanie specyficznych cech finansowania przedsiębiorstw rodzinnych.

Słowa kluczowe: przedsiębiorstwa rodzinne, struktura kapitałowa, region łódzki.

1. Wstęp

Struktura finansowa każdego przedsiębiorstwa ma istotne znaczenie dla jego możliwości rozwojowych, a także jego efektywności. Pozyskiwanie kapitałów o możliwie najniższych kosztach kapitałowych pozwala przedsiębiorstwu zaoszczędzić środki finansowe, przez co mogą one być przeznaczone na cele rozwojowe. Właściwe wykorzystanie efektu dźwigni finansowej pozwala na pozyskiwanie kapitału obcego w takich rozmiarach, które nie grożą przedsiębiorstwu bankructwem, nie powodując nadmiernych obciążeń finansowych w stosunku do kapitałodawców.

Wiele czynników sprawia, że optymalna struktura kapitału kształtuje się w różnych przedsiębiorstwach zupełnie inaczej w zależności od sektora działalności, wielkości przedsiębiorstwa, formy własności, specyfiki otoczenia, w którym przedsiębiorstwo działa. Firmy rodzinne charakteryzują się specyficznymi cechami, które mogą powodować określone skutki dla kształtowania ich struktury kapitałowej.

* Artykuł finansowany w ramach realizacji projektu badawczego własnego pt. „Struktura finansowania a rozwój przedsiębiorstw rodzinnych regionu łódzkiego” Nr N N115 302038 na lata 2010-2012.

Celem opracowania jest wskazanie specyfiki finansowania przedsiębiorstw rodzinnych. W pracy podjęto także próbę wyjaśnienia uwarunkowań stosowanych źródeł kapitału przez badane przedsiębiorstwa. Badanie oparto na danych pochodzących z ankiety bezpośredniej przeprowadzonej w grupie przedsiębiorców regionu łódzkiego.

2. Istniejące i pożądane tendencje w zakresie kształtowania struktury kapitałowej przedsiębiorstw rodzinnych

Sposób finansowania przedsiębiorstw rodzinnych wyróżnia się pewnymi charakterystycznymi cechami. Przede wszystkim typowy jest tu duży udział finansowania kapitałem własnym i niski poziom zadłużenia. Tłumaczą to dwie alternatywne teorie:

- „Teoria podaźowa – niskie poziomy zadłużenia mogą wynikać z restrykcji kredytowych względem przedsiębiorstw z sektora MŚP;
- Teoria podatkowa – niskie poziomy zadłużenia firm rodzinnych mogą sugerować, że podmioty te nie wykorzystują w pełni możliwości ograniczenia obciążeń podatkowych poprzez wprowadzenie odsetkowej tarczy podatkowej. Można jedynie przypuszczać, że względy bezpieczeństwa, stabilności i niezależności przeważają nad krótkoterminowymi korzyściami podatkowymi” [Stradomski 2010, s. 186].

Charakterystyczna dla firm rodzinnych niechęć do ryzyka skutkuje ograniczeniem wykorzystywania kapitału obcego, co może powodować kształtowanie się struktury kapitałowej z dużym udziałem kapitału własnego i małym udziałem kapitału obcego.

Znaczenie bezpieczeństwa i niezależności i relatywnie mniejsze znaczenie kosztu kapitałowego są akcentowane przez większość badaczy zajmujących się problematyką finansowania firm rodzinnych [Stradomski 2010, s. 187]. Do kolejnych czynników mających wpływ na wybór struktury finansowania firm rodzinnych zaliczono:

- dostępność finansowania,
- wpływ na strukturę kapitałową,
- reputację firmy,
- efekt podatkowy.

Wydaje się, że stabilność w działaniu firm rodzinnych, niewielkie zmiany występujące w grupie współwłaścicieli firmy, ostrożna polityka rozwojowa predestynują firmy rodzinne do szerszego wykorzystania takich form finansowania obcego, które również mają stabilny charakter i są bardzo przewidywalne (np. długoterminowe kredyty bankowe). Brak tendencji do wykorzystania długoterminowych źródeł finansowania źle wpływa na strategię rozwoju firmy. Pojawia się niebezpieczeństwo niedoinwestowania firmy i skłonność do podejmowania inwestycji przynoszących korzyści w krótszym okresie [Lizińska 2006, s. 369].

Stabilne zasady działań wspólników powiązanych rodzinne, ostrożność w pozyskiwaniu obcych źródeł finansowania, konserwatywna strategia rozwoju powinny utwierdzać banki w przekonaniu, że warto powiązać się długoterminowo z firmą rodzinną, a nawet oferować kredyt na bardziej dogodnych warunkach, np. o niższym oprocentowaniu. A. Surdej i K. Wach [2010, s. 45], powołując się na M. Cassona i R. Hami, stwierdzają, że w firmach rodzinnych „w sytuacji występowania innych właścicieli, istnieje mniejsza rozbieżność interesów i dzięki temu firma zmniejsza koszty zewnętrznego finansowania”.

Wiele badań przeprowadzonych nad sposobem finansowania przedsiębiorstw rodzinnych dowodzi, że podmioty te realizują skrajnie konserwatywną strategię finansowania, którą charakteryzuje wykorzystywanie wewnętrznych źródeł kapitału [López-Gracia, Sánchez-Andújar 2007, s. 271]. Spółki te najczęściej nie inwestują w aktywa niematerialne oraz utrzymują niski poziom zadłużenia. Ponadto kontrola kapitałów własnych przez członków rodziny utrudnia nawiązywanie współpracy z zewnętrznymi inwestorami lub wierzycielami. Niektórzy badacze określają finansowe strategie firm rodzinnych mianem osobliwych (*peculiar financial logic*) i zauważają, że koncentrowanie się na kontroli własności oraz zarządzanie wzrostem spółki przez pryzmat powiązań rodzinnych może utrudniać konkurowanie w przyszłości [Gallo, Tapiés, Cappuins 2004, s. 316].

Warto jednak nadmienić, że niektóre badania przeczą istnieniu specyfiki finansowania przedsiębiorstw rodzinnych. Zdaniem autorów różnice w strukturze finansowania firm rodzinnych i nierodzinnych nie występują [Coleman, Carsky 1999, s. 73-86]. Podkreśla się jednak, że dla firm rodzinnych występuje silniejszy wzrost zadłużenia wraz ze wzrostem wielkości i rentowności spółki niż w przypadku podmiotów niekontrolowanych przez jedną rodzinę, co znalazło potwierdzenie w badaniach prowadzonych przez cytowanych autorów [Romano, Tanewski, Smyrnios 2000, s. 285-310].

Jest to jednak konstatacja niezgodna z opiniami i wynikami badań empirycznych polskich naukowców. Należy zwrócić uwagę na to, że już w momencie tworzenia firm rodzinnych podstawową rolę w funduszu założycielskim odgrywają własne źródła finansowania. Jak wynika z badań Ł. Sułkowskiego, B. Hausa i K. Safina, wśród 40 przebadanych firm rodzinnych źródła finansowania procesu tworzenia firmy rodzinnej kształtowały się następująco [Sułkowski (red.) 2004, s. 26]:

- wyłącznie własne źródła finansowania – 60%,
- własne źródła finansowania i kredyt – 20%,
- w 100% kredyt – 5%,
- brak danych – 7,5%.

W przeważającej liczbie przypadków kredyt nie występował wcale lub pełnił tylko uzupełniającą funkcję jako fundusz założycielski firmy rodzinnej.

Badania W. Popczyka i A. Winnickiej-Popczyk [Sułkowski (red.) 2004, s. 69-70], przeprowadzone w latach 2000-2001 na 100 firmach rodzinnych, również potwierdzają niechęć firm rodzinnych do pozyskiwania kapitału obcego. 44% przed-

siębiorstw finansowało swoją działalność wyłącznie ze środków własnych, a 56% uzupełniało je niewielkim kredytem bankowym. Autorzy stwierdzają, że podobna struktura występowała przy finansowaniu rozpoczęcia działalności gospodarczej: „Niechęć i obawę przed pożyczkami tłumaczyli ankietowani zbyt wysokim i niestabilnym oprocentowaniem, kłopotliwymi formalnościami kredytowymi w bankach oraz zainteresowaniem tych instytucji wyłącznie pożyczaniem wysokich kwot”.

Ponadto ankietowani obawiali się, że w przypadku wystąpienia trudności ze spłatą kredytu zagrożeniu ulega pomyślność całej rodziny.

Z drugiej strony, aż 72% ankietowanych uznało za zagrożenie dla rozwoju firmy rodzinnej brak tanich, dostępnych źródeł zasilania w kapitał. Badania wykazały też, że firmy rodzinne unikają finansowania z rynku kapitałowego. Z kolei wyniki badań prowadzonych w USA wskazują jednak na to, że firma rodzinna w miarę rozwoju zaczyna szerzej wykorzystywać zewnętrzne źródła finansowania, zwłaszcza w fazie nazwanej przez autorów fazą profesjonalizacji biznesu rodzinnego [Ward 2002, s. 321-322; Hofer, Charan 1984, s. 1-11]. Należy jednak zwrócić uwagę na to, że firmy rodzinne w USA funkcjonują już dłużej niż takie firmy w Polsce, a więc i skłonność do większego ryzyka jest w tych firmach relatywnie wyższa.

3. Struktura kapitałowa przedsiębiorstw rodzinnych – analiza empiryczna w regionie łódzkim

3.1. Charakterystyka badanych przedsiębiorstw rodzinnych

W celu przeanalizowania struktury finansowania przedsiębiorstw rodzinnych przeprowadzono badanie ankietowe na grupie podmiotów w regionie łódzkim. Podstawowymi zasadami doboru jednostek do próby były: rodzinny charakter przedsiębiorstwa, rodzaj prowadzonej działalności oraz rejestracja działalności na terenie woj. łódzkiego. Dobór jednostek do próby miał charakter losowo-warstwowy. Warstwy utworzono z grup przedsiębiorstw według liczby zatrudnionych. Losowanie przeprowadzone w każdej warstwie miało charakter systematyczny.

Operatem losowania była lista przedsiębiorstw z regionu łódzkiego pochodząca z rejestru REGON, zaliczanych do sekcji C – przetwórstwo przemysłowe, stan na 31.12.2010 r. Ostatecznie badanie przeprowadzono na grupie 302 przedsiębiorstw rodzinnych przy użyciu kwestionariusza ankiety, za pośrednictwem profesjonalnych ankierów.

Badane przedsiębiorstwa rodzinne w regionie łódzkim były zróżnicowane pod względem wielkości zatrudnienia. Do analizy przyjęto podział podmiotów na: mikro (do 9 osób), małe (od 10 do 49 osób), średnie (od 50 do 250 osób) i duże (powyżej 250 osób). W grupie badanych przedsiębiorstw najliczniej występowały małe firmy rodzinne (49,7%), następnie mikroprzedsiębiorstwa (41%), jedynie 9% respondentów to przedsiębiorstwa średnie. Nie odnotowano ani jednego podmiotu o liczbie pracujących powyżej 250 osób.

Pod względem rodzaju prowadzonej działalności badane przedsiębiorstwa rodzinne najczęściej (blisko 60%) prowadziły działalność najmniej zaawansowaną technologicznie, w działach pracochłonnych (produkcja wyrobów tekstylnych, produkcja odzieży, produkcja artykułów spożywczych oraz produkcja napojów). 15,5% zaliczono do działów surowcchłonnych, natomiast zaledwie 10,6% jednostek prowadziło działalność, którą można zaliczyć do technologicznie intensywnej.

Ze względu na formę organizacyjno-prawną zaobserwowano 44,8% spółek osobowych, co wynika z rodzinnego charakteru prowadzonej działalności. W grupie spółek osobowych dominującą formą były spółki cywilne i jawne, ale znalazły się również spółki komandytowe i komandytowo-akcyjne. Ważną grupą były też podmioty prowadzące działalność jednoosobowo (blisko 40%). To także dość charakterystyczne dla firm rodzinnych, w których zarejestrowany jest jeden przedstawiciel rodziny, natomiast pozostali członkowie rodziny (współmałżonkowie, dzieci) zaangażowani są w prowadzenie biznesu nieformalnie¹. W badanej próbie znalazły się również firmy rodzinne prowadzone w formie spółek prawa handlowego (17,2%), wśród których było 41 spółek z o.o. oraz dwie spółki akcyjne.

Wybrana forma organizacyjno-prawna skutkuje najczęściej liczbą wspólników prowadzących poszczególne podmioty gospodarcze. W badane grupie blisko 40% podmiotów prowadzonych było przez jednego właściciela. Nieco ponad 35% spółek miało dwóch wspólników. Natomiast trzech i więcej wspólników zaobserwowano w co czwartej badanej firmie rodzinnej.

Na podstawie powyższej charakterystyki można stwierdzić, że badane przedsiębiorstwa rodzinne to najczęściej przedsiębiorstwa małe i mikro, prowadzące działalności produkcyjną, działające w tradycyjnych obszarach działalności wytwórczej, tj. przemyśle lekkim i spożywczym, zarządzane najczęściej przez jednego lub dwóch właścicieli.

3.2. Analiza badania kwestionariuszowego

Przeprowadzone badania za pomocą kwestionariusza ankiety dają stosunkowo spójną charakterystykę struktury finansowania działalności bieżącej przedsiębiorstw rodzinnych. Blisko 40% ankietowanych wskazało wkłady wspólników jako podstawowe źródło kapitału własnego wykorzystywanego do działalności operacyjnej. Co ciekawe, niewiele mniej, bo 27,5%, wykorzystuje zysk zatrzymany do finansowania działalności. Taka sama liczba wskazań dotyczyła zysku zatrzymanego i wkładów wspólników łącznie. Może to oznaczać, że znacząca część podmiotów osiąga na tyle niedostateczną rentowność działalności operacyjnej, aby uznać zysk zatrzymany za istotne źródło finansowania.

¹ Praktyka prowadzenia jednoosobowej działalności w przedsiębiorstwach rodzinnych wynika również z wysokich kosztów pracy oraz kosztów związanych z rejestracją i prowadzeniem np. spółki jawnej.

Tabela 1. Źródła kapitałów własnych wykorzystywanych przez badane przedsiębiorstwa do finansowania bieżącej działalności

Wyszczególnienie	Liczba wskazań	% wskazań
Wkłady wspólników	112	38,5
Samofinansowanie	80	27,5
Zysk zatrzymany	80	27,5
Emisja akcji	2	0,7
Inne	17	5,8
Ogółem	291	100,0

Źródło: opracowanie własne.

Przeprowadzone badania wskazują ponadto na znaczący udział wewnętrznych źródeł kapitału w kapitale własnym, gdyż wkłady wspólników i zysk niepodzielony zostały wskazane łącznie przez ponad 93% respondentów. Interesujących informacji dostarcza analiza zadłużenia badanych spółek. Aż 76% podmiotów określiło poziom zadłużenia jako niski, 1/5 zaś jako przeciętny. Oznacza to, że ankietowane podmioty nie korzystają z długu lub stosują go w ograniczonym zakresie.

Tabela 2. Poziom zadłużenia badanych przedsiębiorstw

Wyszczególnienie	Liczba wskazań	% wskazań
Wysokie	7	2,3
Przeciętne	63	21,1
Niskie	228	76,5
Ogółem	298	100,0

Źródło: opracowanie własne.

Dane zawarte w tab. 3 wydają się rozstrzygać problem niskiej stopy zadłużenia w obszarze działalności bieżącej. Blisko 38% respondentów wskazało, że nie korzysta z kapitałów obcych, natomiast 62% – że stosuje dług do finansowania działalności. Można także zauważyć, że niski poziom długu wskazany jest przez znacznie większą grupę podmiotów w porównaniu z tą, która w ogóle nie korzysta z kapitałów obcych.

Tabela 3. Wykorzystanie kapitałów obcych przez badane przedsiębiorstwa do działalności bieżącej

Wyszczególnienie	Liczba wskazań	% wskazań
Nie	101	37,8
Tak	166	62,2
Ogółem	267	100,0

Źródło: opracowanie własne.

Przyczyną stosowania zachowawczej strategii finansowania działalności bieżącej mogą być niezadowolające wyniki finansowe osiągnięte przez badane przed-

siębiorstwa rodzinne. Pierwszą przesłanką uzasadniającą taki pogląd może być niewykorzystywanie zysku zatrzymanego przez niespełną połowę badanych przedsiębiorstw, czego dowodzą dane zawarte w tab. 1. Trudno tu oczywiście przesądzać, czy spółki są faktycznie w złej sytuacji finansowej i czy determinuje ona decyzje o ewentualnym zaciąganiu długu. Można jednak przypuszczać, że wyniki finansowe są niesatysfakcjonujące dla właścicieli, co może zwiększać ich awersję do ryzyka finansowego. Uzyskiwane marże mogą być zbyt niskie, aby – zdaniem ankietowanych – utrzymać koszty finansowania obcego.

Tabela 4. Rentowność sprzedaży badanych przedsiębiorstw

Wyszczególnienie	Liczba wskazań	% wskazań
Wysoka	26	8,7
Przeciętna	202	67,6
Niska	71	23,7
Ogółem	299	100,0

Źródło: opracowanie własne.

Faktem wspierającym taki pogląd wydaje się przeciętna rentowność sprzedaży, którą wskazało 67% badanych przedsiębiorstw. Prawie 23% respondentów określiło tę wielkość jako niską. Oznacza to, że ponad 90% badanych nie jest wyraźnie zadowolonych z uzyskiwanych rezultatów finansowych. Rentowność sprzedaży jest jednym z najważniejszych mierników efektywności gospodarczej przedsiębiorstw. Determinuje ona możliwości stosowania dźwigni finansowej. Niedostateczna rentowność sprzedaży może powodować ograniczenia zadłużania się przedsiębiorstwa.

Tabela 5. Płynność finansowa badanych przedsiębiorstw

Wyszczególnienie	Liczba wskazań	% wskazań
Wysoka	81	26,8
Przeciętna	195	64,6
Niska	26	8,6
Ogółem	302	100,0

Źródło: opracowanie własne.

W podobnym tonie utrzymane są wypowiedzi badanych przedsiębiorstw na temat płynności finansowej. 64% respondentów oceniło własną płynność finansową jako przeciętną. Warto jednak zauważyć, że aż 26% badanych wskazało na wysoki poziom płynności, co może świadczyć o świadomym unikaniu zadłużenia. Nie można jednak pominąć subiektywizmu oceny obu parametrów finansowych. Przeprowadzone badanie zależności płynności finansowej i osiągniętej rentowności sprzedaży wskazuje na istnienie wyraźnej i istotnej statystycznie korelacji między nimi (V -Cramera = 0,43; $p = 0,00$). Analiza rozkładu tab. 6 pozwala przypuszczać, że relacja obu badanych parametrów ma charakter dodatni. Można bowiem zaobserwo-

wać, że spółki o wysokiej rentowności sprzedaży na ogół charakteryzują się wysoką płynnością finansową, i odwrotnie.

Tabela 6. Rentowność sprzedaży i płynność finansowa badanych przedsiębiorstw

Płynność finansowa	Rentowność sprzedaży			Ogółem
	Wysoka	Przeciętna	Niska	
Wysoka	24	49	8	81
Przeciętna	2	148	42	192
Niska	0	5	21	26
Ogółem	26	202	71	299

Źródło: opracowanie własne.

Na decyzje dotyczące wykorzystania długu do finansowania działalności przedsiębiorstw rodzinnych wpływ mają również inne czynniki. Przeprowadzona analiza zależności pomiędzy wykorzystaniem kapitałów obcych a stosowaną formą organizacyjno-prawną wskazuje na istnienie istotnej statystycznie korelacji między tymi zmiennymi, choć siła związku jest słaba (V -Cramera = 0,18; $p = 0,01$). Zaobserwowano też, że na ogół podmioty o bardziej złożonej formie organizacyjno-prawnej wykazują większe wykorzystanie długu do finansowania działalności gospodarczej. Podobną zależność wykazano pomiędzy stopniem stosowania kapitału obcego a wielkością przedsiębiorstwa, mierzoną liczbą zatrudnionych osób. Siła badanego związku również nie była duża, choć istotna statystycznie (V -Cramera = 0,39; $p = 0,00$).

Można zatem przypuszczać, że forma organizacyjno-prawna przedsiębiorstwa rodzinnego może determinować wielkość zaciąganych zobowiązań. W przypadku tego typu podmiotów wydaje się to bardzo istotne, ponieważ przedsiębiorstwa rodzinne z natury mają ograniczone zdolności do powiększania liczby współników, co wpływałoby na ich skłonność do korzystania z długu. Jednocześnie większe przedsiębiorstwa charakteryzują się na ogół większym potencjałem gospodarczym, a to może ułatwić zaciąganie zobowiązań.

Tabela 7. Źródła kapitałów innych niż własne wykorzystywane przez badane przedsiębiorstwa do finansowania bieżącej działalności

Wyszczególnienie	Liczba wskazań	% wskazań*
Kredyt	106	63,8
Leasing	95	57,2
Emisja obligacji	2	1,2
Środki unijne	14	8,4
Inne	2	1,2

*Odsetek wskazań nie sumuje się do 100%, ponieważ respondenci wskazywali więcej niż 1 odpowiedź

Źródło: opracowanie własne.

Ankietowane przedsiębiorstwa wskazywały przede wszystkim na wykorzystanie kredytu bankowego jako głównego źródła kapitału innego niż własny. Wskazało na niego prawie 64% ankietowanych². Równie popularny okazał się leasing, który wykorzystywała ponad połowa respondentów. Pozostałe źródła finansowania obcego nie są szczególnie istotne, choć nie sposób pominąć ponad 8% wskazań sygnalizujących wykorzystanie środków unijnych. Uzyskane dane potwierdzają ogólne postrzeganie firm rodzinnych jako małych, a więc o utrudnionym dostępie do zaawansowanych produktów finansowych. Z drugiej strony niewielki rozmiar wraz ze stosunkowo prostą strukturą organizacyjną nie wymagają stosowania skomplikowanych narzędzi finansowania.

Tabela 8. Rozkład wykorzystania wybranych kapitałów obcych przez badane przedsiębiorstwa a liczba pracujących

Liczba pracujących	Kapitał obcy		
	Kredyt	Leasing	Środki unijne
do 9 osób	26	9	1
od 10 do 49 osób	59	35	8
od 50 do 250 osób	19	5	0
Ogółem	104	49	9

Źródło: opracowanie własne.

Ciekawych informacji dostarcza analiza danych zawartych w tab. 8. Można bowiem zauważyć, że wzrost liczby zatrudnionych, którą przyjęto jako miarę wielkości przedsiębiorstwa, nie powoduje wzrostu stopnia skomplikowania struktury finansowania kapitałem obcym. Najbardziej aktywne w tym zakresie są przedsiębiorstwa małe, zatrudniające od 10 do 49 osób. Najliczniej korzystają one z leasingu i środków unijnych. Przedstawiciel tej grupy jest też, obok spółki dużej, jednym z dwóch emitentów obligacji.

Obserwacje te, wraz ze słabą korelacją pomiędzy formą organizacyjno-prawną a wykorzystaniem kapitałów obcych, wspierają tezę o występowaniu specyfiki finansowania przedsiębiorstw rodzinnych. Spółki osobowe powinny być mniej zadłużone od spółek kapitałowych ze względu na nieograniczoną odpowiedzialność majątkową wspólników. Większy rozmiar działalności gospodarczej czyni spółkę bardziej wiarygodną w oczach kredytodawców, co może ułatwiać zadłużanie się. Wreszcie bardziej złożona struktura działalności spółki wymaga na ogół stosowania bardziej wyspecjalizowanych instrumentów finansujących. We wszystkich przypadkach nie zaobserwowano wymienionych zależności. Może to oznaczać, że kształt polityki finansowania przedsiębiorstw rodzinnych wyznaczają jeszcze inne czynniki, być może specyficzne dla tej właśnie grupy przedsiębiorstw.

² Respondenci mogli wybrać w ankiecie więcej niż jedną odpowiedź, dlatego suma wskazań może być różna od zera.

4. Wnioski końcowe

Przeprowadzone badania potwierdzają opinie, które wyrażają autorzy zajmujący się problematyką finansowania firm rodzinnych, że podstawowym rodzajem finansowania tych podmiotów są środki własne uzupełniane kredytem, czasem leasingiem. Przedsiębiorstwa te na ogół nie są zadłużone i nie korzystają z zewnętrznych źródeł kapitału własnego. Przeprowadzone badania potwierdzają również awersję firm rodzinnych do ponoszenia ryzyka finansowego – przedsiębiorstwa świadomie utrzymują wysoką płynność finansową. Nie stwierdzono jednak zależności pomiędzy wielkością przedsiębiorstwa rodzinnego a stopniem zróżnicowania źródeł finansowania, co można zaobserwować w procesie rozwoju przedsiębiorstw w czasie. Oznacza to, że przedsiębiorstwa rodzinne mogą posiadać specyficzną strukturę finansowania.

Literatura

- Coleman S., Carsky M., *Sources of capital for small family-owned businesses: Evidence from the National Survey of Small Business Finances*, „Family Business Review” 1999, vol. 12, no. 1.
- Gallo M.A., Tapies J., Cappuins K., *Comparison of family and non-family business: Financial logic and personal preferences*, „Family Business Review” 2004, vol. 17, no. 4.
- Hofer Ch.W., Charan R., *The transition to professional management: Mission impossible?*, „American Journal of Small Business” 1984, vol. IX, no. 1.
- Lizińska J., *Problemy agencji w przedsiębiorstwach rodzinnych – perspektywy badawcze*, [w:] *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, red. B. Bernaś, Wyd. Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2006.
- López-Gracia J., Sánchez-Andújar S., *Financial structure of the Family Business: Evidence from a group of small Spanish firms*, „Family Business Review” 2007, vol. 20, no. 4.
- Romano C.A., Tanewski G.A., Smyrnios K.X., *Capital structure decisionmaking: A model for family business*, „Journal of Business Venturing” 2000, vol. 16.
- Stradomski M., *Finansowanie obce firm rodzinnych na rynku niedoskonałym*, PWE, Warszawa 2010.
- Sułkowski Ł. (red.), *Determinanty rozwoju przedsiębiorstw rodzinnych w Polsce*, Dom Organizatora, Toruń 2004.
- Surdej A., Wach K., *Przedsiębiorstwa rodzinne wobec wyzwań sukcesji*, Difin, Warszawa 2010.
- Ward L.J., *Growing the Family Business: Special challenges and best practices*, [w:] *Family Business Sawcebook*, red. C.E. Aronoff, J.H. Astrachan, J.L. Ward, Family Enterprise Publishers, Georgia 2002.

FAMILY BUSINESS FINANCIAL STRUCTURE ANALYSIS OF THE ŁÓDŹ REGION COMPANIES

Summary: Previous research on financial policy of family business enterprises indicates a significant level of equity financing and low level of debt. The goal of this paper is to specify the financial policy of chosen group of family business companies. On the basis of questionnaire research conducted on the sample of companies from the Łódź region we established that those units usually avoided debt and did not use external sources of equity. Analyzed family business companies usually maintained high level of financial liquidity that proved high risk aversion. Capital structure of family business company changes differently in comparison to non-family ones. This supports a thesis of unique family business financial structure.

Keywords: family business, capital structure, Łódź region.