

## Struktura finansowania polskich firm rodzinnych w kontekście nadzoru właścicielskiego – raport z badań

Błażej Socha\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem artykułu jest wyjaśnienie mechanizmu podejmowania decyzji finansowych w firmach rodzinnych przez pryzmat trzech modeli nadzoru właścicielskiego.

*Metodologia badania* – W artykule przeanalizowano dane finansowe ponad 24 tysięcy małych firm rodzinnych. W celu weryfikacji przyjętych hipotez posłużono się miarami pozycyjnymi oraz testami rozkładu stanowiącymi nieparametryczny odpowiednik jednoczynnikowej ANOVY.

*Wynik* – Wyniki badania sugerują, że przyjęty model nadzoru właścicielskiego może mieć wpływ na decyzje finansowe podejmowane w firmach rodzinnych. Firmy, w których właściciele (rodzina) są także jedynymi zarządzającymi, cechują się mniejszymi wartościami wskaźnika zadłużenia. Ponadto w małych firmach rodzinnych wykorzystujących do finansowania kapitał obcy, dług ma on na ogół charakter krótkoterminowy.

*Oryginalność/wartość* – Artykuł, zgodnie z wiedzą autora, jest pierwszym w Polsce opracowaniem, w którym zbadano wpływ modelu nadzoru właścicielskiego na decyzje finansowe firm rodzinnych. Wnioski z przeprowadzonego badania mogą przyczynić się do lepszego zrozumienia wielowymiarowego aspektu podejmowania decyzji finansowych w specyficznej grupie podmiotów gospodarczych, jaką są firmy rodzinne.

**Słowa kluczowe:** firmy rodzinne, struktura kapitału, nadzór właścicielski, model finansowania firm rodzinnych, relacja własność–zarządzanie w firmach rodzinnych

### Wprowadzenie

Decyzje w zakresie wyboru źródeł finansowania przedsiębiorstw należą do tych o charakterze fundamentalnym. To od nich często zależy bowiem powodzenie i rentowność nowych inwestycji, a także trwałość i konkurencyjność prowadzonego biznesu, dlatego też od dłuższego czasu stanowią przedmiot ożywionej dyskusji w środowisku akademickim i praktyków gospodarczych. Przyjęte modele struktury kapitału ewoluują i są adaptowane na potrzeby nowych sytuacji gospodarczych. Jedną z grup podmiotów gospodarczych, która wymaga odrębnego, zindywidualizowanego potraktowania w zakresie źródeł i strategii finansowania są firmy rodzinne. W ich przypadku na decyzje finansowe wpływ będzie miał czynnik nieobecny w pozostałych przedsiębiorstwach – jest nim rodzina. Celem artykułu

---

\* mgr Błażej Socha, Katedra Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego, ul Matejki 22/26, 90-237 Łódź, e-mail: bsocha@uni.lodz.pl.

jest wyjaśnienie mechanizmu podejmowania decyzji finansowych w małych<sup>1</sup> firmach rodzinnych przez pryzmat trzech modeli nadzoru właścicielskiego.

## 1. Polityka finansowania firm rodzinnych

Problematyka finansowania przedsiębiorstw i wyboru optymalnej struktury kapitału jest bezsprzecznie jednym z kluczowych obszarów decyzyjnych podejmowanych przez zarządzających przedsiębiorstwem. Uważa się, że szeroka debata nad tym zagadnieniem zapoczątkowana została wraz z przedstawieniem przez Modiglianiego i Millera (1958: 261–279) pracy dotyczącej wpływu struktury kapitału na wartość przedsiębiorstw. Model przez nich zaprezentowany na przestrzeni kolejnych lat ewoluował i stanowił podstawę kolejnych, uwzględniających faktyczne procesy zachodzące w gospodarce, modeli struktury kapitału. Modele te bezsprzecznie wniosły ogromny wkład w praktykę podejmowania decyzji finansowych większości firm. Powstaje jednak pytanie, czy modele te mogą stanowić i stanowią podstawę decyzji finansowych w firmach rodzinnych?

Firmy rodzinne są podmiotami gospodarczymi posiadającymi pewny cechy odróżniające je od pozostałych przedsiębiorstw (Stradomski 2010: 56), co w konsekwencji wpływa na podejmowane w tych podmiotach decyzje finansowe. Jak twierdzą Gallo, Tapies i Cappuyns (2004: 303–318) firmy rodzinne kierują się *specjalną logiką finansowania*. Zgodnie z nią decyzje finansowe podejmowane w firmach rodzinnych nie są oparte wyłącznie na maksymalizacji wartości, lecz uwzględniają również takie czynniki, jak prowadzenie biznesu według wcześniej przyjętych reguł (tradycji), możliwość zaoferowania pracy dla członków rodziny i długoterminowa perspektywa strategiczna. Oznacza to, że decyzje finansowe mogą być podejmowane w zgodzie z preferencjami właściciela i jego rodziny. Podobnego zdania są także Barton i Matthews (1989: 1–7) oraz McMahon i Stanger (1995: 21–39), którzy preferencje właściciela i rodziny jako podstawę decyzji finansowych argumentują tym, że firmy te w mniejszym stopniu podlegają kontroli rynku. Ponadto wskazać należy, że przyjęta struktura kapitału uwarunkowana jest także chęcią zachowania własności firmy w rękach rodziny (Matthews i in. 1994: 349–367). Biorąc zatem pod uwagę cechy charakterystyczne firm rodzinnych: długookresową perspektywę strategiczną, istotny udział członków rodziny w prowadzeniu firmy, mniejszą skłonność po podejmowania ryzyka, lojalność, poczucie bezpieczeństwa oraz dbałość o reputację firmy, przyjęć można pewną uniwersalną kolejność finansowania wykorzystywaną w tych podmiotach. Według Zata-Poutziourisa (2011: 70–81) firmy rodzinne do finansowania wykorzystują w pierwszej kolejności oszczędności osobiste członków rodziny, następnie zysk zatrzymany, dług, a w ostatniej kolejności zewnętrzny kapitał własny.

---

<sup>1</sup> Pod pojęciem przedsiębiorstwa małego rozumie się, zgodnie z Załącznikiem I do Rozporządzenia Komisji (WE) 800/2008, podmiot zatrudniający mniej niż 50 pracowników i którego roczny obrót lub całkowity bilans roczny nie przekracza 10 milionów EUR.

Na gruncie polskim zagadnienia związane z finansowaniem firm rodzinnych poruszali między innymi Popczyk i Winnicka-Popczyk (2005: 69–70), Winnicka-Popczyk (2008: 40), Stradomski (2010: 56), Kaźmierska-Józwiak i Marszałek (2012: 199–208). Pierwszym ważnym wnioskiem płynącym z prac wszystkich wymienionych wyżej autorów jest wartość wskaźnika zadłużenia firm rodzinnych. Wskaźnik ten jest istotnie niższy niż w pozostałych przedsiębiorstwach. Ponadto Popczyk i Winnicka-Popczyk (2005: 69–70) stwierdzają, że źródła finansowania stanowią punkt krytyczny w firmach rodzinnych. Niechęć do obcych źródeł finansowania wynika przede wszystkim z obaw przed uzależnieniem się od obcych środków finansowych, kłopotliwych formalności kredytowych. Dodatkowo, ewentualna niemożność spłaty zaciągniętych zobowiązań w firmach rodzinnych przełożyć może się nie tylko na przyszłość firmy, ale także na pomyślność związanej z nią rodziny. Z kolei Kaźmierska-Józwiak i Marszałek (2012: 199–208) badając płynność finansową podmiotów rodzinnych wskazali na utrzymywanie przez te podmioty wskaźnika płynności bieżącej na bezpiecznym poziomie.

Powyższe rozważania świadczą o złożonym charakterze decyzji finansowych podejmowanych w firmach rodzinnych. Otwarte pozostaje w dalszym ciągu pytanie, jakie obiektywne czynniki implikują przyjęcie określonego modelu struktury kapitału. Badania przeprowadzone przez zagranicznych autorów dowodzą, że w firmach rodzinnych na przyjętą strukturę kapitału i decyzje finansowe wpływ mogą mieć: struktura organizacyjna mierzona poziomem własności i kontroli (Boyer, Roth 1978: 1–11; Ray, Hutchinson 1983; Neubauer, Lank 1998; Romano, Tanewski i Smyrnios 2000: 285–310), wiek firmy (Stanworth, Curran 1976: 95–110), plany i cele biznesowe (McMahon, Stanger 1995: 21–39; Romano, Tanewski i Smyrnios 2000: 285–310), wielkość i branża (Romano, Tanewski i Smyrnios 2000: 285–310). Z punktu widzenia celu niniejszego opracowania zasadne będzie zatem wskazanie, jakie zależności występują pomiędzy strukturą kapitału a strukturą właścicielską firm rodzinnych.

Jedną z teorii mogących wyjaśnić zależność pomiędzy strukturą kapitału a nadzorem właścicielskim jest teoria agencji. Jensen i Meckling (1976: 305–360) stwierdzili bowiem, że podmioty charakteryzujące się skoncentrowaną strukturą właścicielską będą preferowały finansowanie kapitałem własnym, a ograniczały poziom zadłużenia. Wzrost zaangażowania rodziny mierzony udziałem własnościowym powoduje spadek dostępności kredytów i pożyczek, generując koszty agencji związane ze strukturą własnościową. Ponadto wysoka niezależność, jaka cechuje właścicieli–zarządzających (Hutchinson 1995: 231–239), i wymieniona wcześniej niechęć do zewnętrznej kontroli i podejmowania ryzyka także świadczą na rzecz ograniczania udziału długu na rzecz finansowania się wewnętrznym kapitałem własnym. W zakresie ewentualnego finansowania kapitałem obcym, w przypadku małych firm rodzinnych, z racji obawy o dzielenie się własnością i kontrolą, dominuje wykorzystanie krótkoterminowego kapitału obcego (Storey 1994). Biorąc pod uwagę powyższe, przyjmując można następujące hipotezy:

**H1.** Firmy rodzinne, w których właściciele (rodzina) są jedynymi zarządzającymi, do finansowania swojej działalności wykorzystywały będą mniejszy udział długu niż pozostałe firmy rodzinne.

**H2.** W małych firmach rodzinnych wykorzystujących do finansowania obce źródła, dominować będą zobowiązania krótkoterminowe.

Biorąc pod uwagę sytuację, w której właściciel (rodzina) decyduje się na zaangażowanie zewnętrznego menedżera, wskazać należy dwa możliwe scenariusze. Pierwszy z nich zakłada minimum dwuosobowy zarząd i zarządzanie przedsiębiorstwem zarówno przez właściciela, jak i menedżera zewnętrznego. Drugi polega na oddaniu przez właściciela (rodzinę) zarządzania w ręce menedżerów zewnętrznych. Jednym z fundamentalnych czynników wpływających na decyzje finansowe tak przedstawionych dwóch grup firm rodzinnych będzie profesjonalizacja zarządzania. Założyć tu należy, że motywem właściciela do zatrudnienia menedżera zewnętrznego będzie bowiem chęć skorzystania z profesjonalnej wiedzy biznesowej i finansowej, która przyczynić się powinna do wytworzenia wartości dodanej w firmie. Przyjmując za fakt niski udział finansowania obcego firm rodzinnych, w których jedynym zarządzającym jest właściciel, zatrudnienie profesjonalisty powinno spowodować racjonalny dobór struktury kapitału, a więc skorzystanie z efektów dźwigni finansowej będącej efektem wykorzystania kapitału obcego (Gallo, Tapies, Cappuyns 2004: 303–318). W przypadku rezygnacji właścicieli ze sprawowania funkcji zarządczych i powierzenia go wyłącznie zewnętrznym menedżerom, mamy do czynienia ze wzrostem kosztów agencji w relacji właściciel–menedżer. Biorąc pod uwagę wykorzystanie długu jako jednej z form dyscyplinowania menedżerów, przyjąć można następującą hipotezę:

**H3.** W firmach rodzinnych, w których zarządzają wyłącznie menedżerowie zewnętrzni, udział długu w źródłach finansowania będzie wyższy niż w pozostałych firmach rodzinnych.

## **2. Próba badawcza i metodologia badania**

Badaniem wpływu nadzoru właścicielskiego na strukturę kapitału objęto w niniejszym opracowaniu polskie przedsiębiorstwa rodzinne. Na potrzeby badania przyjęto, iż firmą rodzinną jest podmiot, w którym powyżej 50% udziałów jest w posiadaniu osoby indywidualnej bądź rodziny. Takie zdefiniowanie grupy badawczej wiązałoby się jednak z dużym zróżnicowaniem m.in. ze względu na wielość branż i wielkość przedsiębiorstw. W celu ograniczenia zróżnicowania zdecydowano się na przeprowadzenie analizy wyłącznie na próbie małych przedsiębiorstw. Decyzja ta wynikała w głównej mierze z faktu, że większość firm rodzinnych stanowią podmioty małe. Dodatkowo, jak wskazuje Winnicka-Popczyk (2011: 575–588), małe i średnie przedsiębiorstwa rodzinne charakteryzują się odmiennym typem gospodarki finansowej. Wyodrębnioną w ten sposób próbę badawczą podzielono następnie na trzy grupy:

- grupę pierwszą stanowiły przedsiębiorstwa, które są zarządzane wyłącznie przez zewnętrznych menedżerów,
- grupę drugą stanowiły przedsiębiorstwa, w których zarządzaniem zajmują się zarówno właściciele, jak i menedżerowie zewnętrzni,
- grupę trzecią stanowiły firmy, w których zarządzaniem zajmują się wyłącznie właściciele.

W kolejnym kroku, w celu wyeliminowania znaczącego wpływu struktury branżowej podmiotów na uzyskane wyniki, oszacowano na podstawie dwóch pierwszych cyfr kodów PKD strukturę branż w pierwszej grupie badawczej, a następnie, z zachowaniem wyliczonych uprzednio wskaźników struktury branżowej, dobrano warstwowo podmioty z grupy drugiej i trzeciej. Tak dobraną próbę badawczą zaprezentowano w tabeli 1 i wykorzystano do dalszej analizy. W przyjętym w opracowaniu podziale udział firm zarządzanych wyłącznie przez zewnętrznych menedżerów kształtował się na poziomie 22% w roku 2013 i 23% w latach 2008–2012. Najliczniejszą grupę stanowiły firmy, w których właściciele są jedynymi osobami zasiadającymi w organach zarządczych – ich udział w grupie badawczej stanowił 65% w roku 2013 i 66% w pozostałych latach. Mniejsza liczebność próby badawczej w roku 2013 wynikała z niedostępności sprawozdań finansowych za ten rok w bazie danych.

**Tabela 1**

Charakterystyka liczbowa badanych firm rodzinnych  
w zależności od relacji własność–zarządzanie

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Rozdzielona własność i zarządzanie	2 625	5 581	5 581	5 581	5 580	5 541
Częściowo połączona własność i zarządzanie	1 549	2 688	2 677	2 678	2 678	2 677
Połączona własność i zarządzanie	7 832	15 850	15 862	15 865	15 864	15 785

Źródło: opracowanie własne.

Dane liczbowe niezbędne do przeprowadzenia badania zebrane zostały przez firmę Infocredit z siedzibą w Warszawie. Do analizy statystycznej wykorzystano oprogramowanie IBM SPSS Statistics.

Pierwszym z analizowanych wskaźników była płynność bieżąca badanych podmiotów. Wskaźnik ten posłużył do wstępnej oceny polityki finansowania krótkoterminowego. Struktura kapitału oceniona została z wykorzystaniem wskaźnika zadłużenia stanowiącego relację zobowiązań ogółem do sumy pasywów. Oszacowano także wskaźnik obrazujący udział zobowiązań krótkoterminowych w zobowiązaniach ogółem.

W analizie przedstawiono i oceniono wartości miar pozycyjnych wymienionych wyżej wskaźników. Oparcie badania jedynie na wartościach kwartyli wynikało z charakterystyki badanej próby, zawierającej przedsiębiorstwa z różnych branż. Podejście takie nie pozwala jednoznacznie ocenić wyników uzyskiwanych w firmach rodzinnych, jednakże głównym

celem opracowania jest wskazanie różnic wyników w obrębie badanych grup firm rodzinnych, które zweryfikowane zostaną na podstawie nieparametrycznych testów rozkładu dla k-grup Kruskala-Wallisa i Jonckheere-Terpstra. Zastosowane testy stanowią nieparametryczny odpowiednik jednoczynnikowej ANOVY i są stosunkowo odporne na niską jednorodność badanych cech w poszczególnych grupach.

### 3. Wyniki badania

Analizę finansowania przedsiębiorstw rodzinnych rozpoczęto od charakterystyki wskaźnika bieżącej płynności, która została przedstawiona w tabeli 2. Mediana tego wskaźnika pozwala stwierdzić, że grupa podmiotów zarządzanych wyłącznie przez właścicieli osiągnęła we wszystkich wziętych pod uwagę okresach najwyższe wyniki, a różnica pomiędzy pierwszą i drugą w kolejności grupą firm wahała się od 0,11 w 2013 roku do 0,17 w roku 2012. Najniższe wartości mediany uzyskała grupa firm zarządzanych zarówno przez właściciela, jak i zewnętrznego menedżera, jednakże różnica w stosunku do lidera nie była znacząca i średnio dla całego okresu wyniosła 0,16. Bardzo jednolite wyniki dało porównanie III kwartyli. W całym analizowanym okresie najwyższą wartość utrzymują firmy z połączoną własnością, a wartość najmniejszą – te z częściowo połączoną własnością i zarządzaniem. Generalnie można stwierdzić, że wszystkie analizowane grupy firm charakteryzowały się względnie wysokim poziomem płynności, co potwierdza wcześniejsze rozważania o niechęci właścicieli (rodziny) do ponoszenia ryzyka.

**Tabela 2**

Charakterystyka wskaźnika płynności bieżącej przedsiębiorstw rodzinnych

		2013	2012	2011	2010	2009	2008
Rozdzielona własność i zarządzanie	I kwartyli	1,12	1,04	1,05	1,05	1,06	1,06
	II kwartyli	1,85	1,66	1,65	1,66	1,68	1,63
	III kwartyli	3,87	3,58	3,46	3,45	3,46	3,17
Częściowo połączona własność i zarządzanie	I kwartyli	1,17	1,13	1,15	1,14	1,15	1,15
	II kwartyli	1,72	1,66	1,62	1,65	1,68	1,63
	III kwartyli	3,25	3,18	2,94	2,92	2,99	2,74
Połączona własność i zarządzanie	I kwartyli	1,20	1,12	1,13	1,14	1,14	1,14
	II kwartyli	1,97	1,83	1,78	1,80	1,81	1,77
	III kwartyli	4,27	3,97	3,69	3,65	3,72	3,52

Źródło: opracowanie własne.

Najistotniejszym wskaźnikiem, z punktu widzenia tematu opracowania, jest wskaźnik zadłużenia. Z analizy danych przedstawionych w tabeli 3 wynika, że w przypadku połowy badanej próby wartości wskaźnika najwyższe były w grupie podmiotów zarządzanych przez menedżerów zewnętrznych. Analogiczna sytuacja występuje w przypadku uwzględnienia grupy 25% firm charakteryzujących się najwyższym udziałem długu. Z kolei analiza

25% firm cechujących się najniższym zadłużeniem wskazuje, że utrzymywały one zadłużenie na poziomie od 22% dla firm z połączoną własnością i zarządzaniem do 26% dla firm współzarządzanych przez właścicieli i menedżerów zewnętrznych.

**Tabela 3**

Charakterystyka wskaźnika zadłużenia przedsiębiorstw rodzinnych

		2013	2012	2011	2010	2009	2008
Rozdzielona własność i zarządzanie	I kwartył	0,20	0,23	0,24	0,24	0,25	0,26
	II kwartył	0,44	0,49	0,49	0,49	0,49	0,51
	III kwartył	0,68	0,75	0,76	0,75	0,74	0,76
Częściowo połączona własność i zarządzanie	I kwartył	0,24	0,24	0,27	0,26	0,26	0,28
	II kwartył	0,42	0,46	0,48	0,47	0,46	0,49
	III kwartył	0,64	0,66	0,67	0,66	0,66	0,68
Połączona własność i zarządzanie	I kwartył	0,19	0,21	0,23	0,22	0,23	0,24
	II kwartył	0,42	0,45	0,47	0,47	0,46	0,47
	III kwartył	0,67	0,71	0,71	0,71	0,71	0,72

Źródło: opracowanie własne.

Charakterystyka udziału zobowiązań krótkoterminowych w zobowiązaniach ogółem firm rodzinnych jednoznacznie wskazuje na przeważający udział krótkoterminowych obcych źródeł finansowania. Jeżeli już zapada decyzja o wykorzystaniu długu do finansowania działalności, to ponad połowa firm rodzinnych z grup zarządzanych przez właścicieli i menedżerów zewnętrznych we wszystkich analizowanych latach korzysta wyłącznie ze zobowiązań krótkoterminowych. W przypadku grupy firm zarządzanej zarówno przez właścicieli, jak i menedżerów zewnętrznych, wynik jest nieznacznie niższy – w połowie firm udział zobowiązań krótkoterminowych w długi wynosił od 98% w 2013 roku do 100% w latach 2008–2009.

**Tabela 4**

Charakterystyka udziału zobowiązań krótkoterminowych w zobowiązaniach ogółem przedsiębiorstw rodzinnych

		2013	2012	2011	2010	2009	2008
Rozdzielona własność i zarządzanie	I kwartył	0,74	0,77	0,79	0,78	0,77	0,79
	II kwartył	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
	III kwartył	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Częściowo połączona własność i zarządzanie	I kwartył	0,75	0,79	0,78	0,77	0,77	0,78
	II kwartył	0,98	0,99	0,99	0,99	1,00	1,00
	III kwartył	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Połączona własność i zarządzanie	I kwartył	0,82	0,84	0,84	0,84	0,85	0,86
	II kwartył	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
	III kwartył	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00

Źródło: opracowanie własne.

Mając na uwadze niedoskonałość wykorzystanych statystyk opisowych, wynikającą w głównej mierze z niejednorodności badanych jednostek, analiza miar pozycyjnych została w dalszej części artykułu uzupełniona testami badającymi rozkład analizowanych wskaźników finansowych.

W tabeli 5 przedstawiono wartości statystyk i istotność asymptotyczną nieparametrycznych testów badających hipotezę o jednorodności rozkładu badanych wskaźników pomiędzy wcześniej zdefiniowanymi grupami przedsiębiorstw. Na poziomie istotności 0,05 stwierdzić możemy, że we wszystkich analizowanych okresach rozkład wartości wskaźnika płynności bieżącej i udziału zobowiązań krótkoterminowych w zobowiązaniach ogółem był w trzech wyszczególnionych grupach różny. W przypadku wskaźnika zadłużenia istotne różnice wykazano w latach 2008–2012, a w roku 2013 wskaźnik ten był na granicy istotności.

**Tabela 5**

Wartości statystyk i istotności nieparametrycznych testów rozkładu dla 3 niezależnych grup firm rodzinnych

		2013	2012	2011	2010	2009	2008
<b>Testy nieparametryczne rozkładu wskaźnika płynności bieżącej</b>							
Test Kruskala-Wallis	Chi-kwadrat	31,01	49,91	47,56	38,64	40,13	55,70
	Istotność asymptotyczna	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Test Jonckheere-Terpstra	Standaryzowana statystyka						
	J-T	4,86	7,07	6,90	6,22	6,36	7,38
	Istotność asymptotyczna (dwustronna)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Testy nieparametryczne rozkładu wskaźnika zadłużenia</b>							
Test Kruskala-Wallis	Chi-kwadrat	5,98	30,60	27,39	24,19	29,55	34,81
	Istotność asymptotyczna	0,050	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Test Jonckheere-Terpstra	Standaryzowana statystyka						
	J-T	-4,38	-4,55	-4,00	-4,51	-5,54	7,69
	Istotność asymptotyczna (dwustronna)	0,014	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Testy nieparametryczne rozkładu wskaźnika udziału zobowiązań krótkoterminowych w zobowiązaniach ogółem</b>							
Test Kruskala-Wallis	Chi-kwadrat	88,14	142,60	128,35	123,83	127,66	130,31
	Istotność asymptotyczna	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Test Jonckheere-Terpstra	Standaryzowana statystyka						
	J-T	7,69	9,73	8,81	8,40	8,77	8,11
	Istotność asymptotyczna (dwustronna)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Źródło: opracowanie własne.

Można zatem stwierdzić, że w warunkach polskich rodzaj nadzoru właścicielskiego może mieć wpływ na przyjętą strukturę kapitału i decyzje finansowe. Nie mniej istotnym jest jednak wskazanie, która z grup przedsiębiorstw prowadzi bardziej agresywną politykę w zakresie zarządzania płynnością, w większym stopniu wykorzystuje dług do finansowania swojej



działalności oraz w jakim stopniu dług ten ma charakter krótko- i długoterminowy. W tym celu wykorzystano średnie wartości rang wskaźników wykorzystane do obliczenia testu Kruskala-Wallisa (zob. tab. 6) oraz testy post-hoc, których standaryzowane statystyki i skorygowane istotności przedstawiono w tabeli 7. Testy te pozwalają ocenić, czy istnieją statystycznie istotne różnice pomiędzy grupami uszeregowanymi w pary.

**Tabela 6**

Średnie wartości rang badanych wskaźników finansowych dla 3 niezależnych grup firm rodzinnych

	2013			2012			2011		
	P	C	R	P	C	R	P	C	R
Średnia ranga wskaźnika płynności bieżącej	5773	5582	6051	11449	11530	12137	11468	11548	12141
Średnia ranga wskaźnika zadłużenia	6134	6056	5949	12506	11814	11944	12488	11916	11934
Średnia ranga udziału zadłużenia krótkoterminowego w zadłużeniu ogółem	5756	5381	6127	11577	10860	12247	11653	10884	12234
	2010			2009			2008		
	P	C	R	P	C	R	P	C	R
Średnia ranga wskaźnika płynności bieżącej	11532	11601	12138	11524	11614	12147	11411	11401	12107
Średnia ranga wskaźnika zadłużenia	12461	11868	11955	12504	11862	11940	12479	11958	11842
Średnia ranga udziału zadłużenia krótkoterminowego w zadłużeniu ogółem	11695	10892	12232	11671	10904	12243	11674	10769	12156

P – połączona własność i zarządzanie; C – częściowo połączona własność i zarządzanie; R – rozdzielona własność i zarządzanie.

Źródło: opracowanie własne.

Wyniki w zakresie wskaźnika płynności bieżącej świadczą o utrzymywaniu wyższej płynności finansowej w grupie firm zarządzanych przez właścicieli. Nie wykazano natomiast istotnych statystycznie różnic w płynności finansowej firm z częściowo i całkowicie rozdzieloną własnością i zarządzaniem. Wykorzystanie długu do finansowania działalności wyższe było z kolei w firmach, którymi zarządzali jedynie menedżerowie zewnętrzni, a różnice w wynikach grup z częściowo i całkowicie połączoną własnością były statystycznie nieistotne. W kontekście udziału zobowiązań krótkoterminowych w zobowiązaniach ogółem różnice występowały między wszystkimi trzema grupami. Stwierdzić można, że firmy z połączoną własnością i zarządzaniem w większym stopniu posiłkują się długiem krótkoterminowym. Firmy, w których współrządzą właściciele i menedżerowie zewnętrzni, wykorzystywały do finansowania więcej długu długoterminowego niż poprzednia grupa.

Grupa firm wykorzystujących do zarządzania wyłącznie menedżerów zewnętrznych uzyskała wynik pośrodku stawki.

**Tabela 7**

Wartości standaryzowanych statystyk i skorygowanych istotności testów post-hoc dla 3 niezależnych grup firm rodzinnych – porównanie parami

		2013		2012			2011			
		C-R	C-P	R-P	C-R	C-P	R-P	C-R	C-P	R-P
Wskaźnik płynności bieżącej	Standaryzowana statystyka testu	1,73	-4,90	-3,58	-0,50	-4,21	-6,38	-0,49	-4,11	-6,23
	Istotność skorygowana	0,250	0,000	0,001	1,000	0,000	0,000	1,000	0,000	0,000
Wskaźnik zadłużenia	Standaryzowana statystyka testu	-	-	-	4,23	-0,89	5,18	3,50	0,90	5,11
	Istotność skorygowana	-	-	-	0,000	1,000	0,000	0,001	1,000	0,000
Wskaźnik zobowiązań krótkoterminowy w relacji do zobowiązań ogółem	Standaryzowana statystyka testu	3,78	-8,67	-5,30	4,98	-10,85	-7,00	5,34	-10,56	-6,08
	Istotność skorygowana	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
		2010		2009			2008			
		C-R	C-P	R-P	C-R	C-P	R-P	C-R	C-P	R-P
Wskaźnik płynności bieżącej	Standaryzowana statystyka testu	-0,42	-3,72	-5,61	-0,55	-3,69	-5,77	0,07	-4,92	-6,46
	Istotność skorygowana	1,000	0,001	0,000	1,000	0,001	0,000	1,000	0,000	0,000
Wskaźnik zadłużenia	Standaryzowana statystyka testu	3,62	-0,60	4,67	3,92	-0,53	5,20	3,19	0,81	5,89
	Istotność skorygowana	0,001	1,000	0,000	0,000	1,000	0,000	0,004	1,000	0,000
Wskaźnik zobowiązań krótkoterminowy w relacji do zobowiązań ogółem	Standaryzowana statystyka testu	5,59	-10,51	-5,63	5,36	-10,55	-6,03	6,37	-11,01	-5,10
	Istotność skorygowana	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

C-R – test post-hoc pomiędzy grupami: częściowo połączona własność i zarządzanie – rozdzielona własność i zarządzanie; C-P – test post-hoc pomiędzy grupami: częściowo połączona własność i zarządzanie – połączona własność i zarządzanie; R-P – test post-hoc pomiędzy grupami: rozdzielona własność i zarządzanie – połączona własność i zarządzanie

Źródło: opracowanie własne.

Podsumowując, wyniki uzyskane w przeprowadzonym badaniu pozwoliły pozytywnie zweryfikować dwie z przedstawionych w pierwszej części opracowania hipotezy – H2 oraz H3, a hipoteza pierwsza zweryfikowana została w części. Faktem jest, że firmy rodzinne oddające władzę w ręce zewnętrznych, w domyśle cechujących się też profesjonalizmem, menedżerów, wykorzystują w swojej strukturze kapitału więcej długu. Wynikać to może z chęci zwiększania wartości tych podmiotów poprzez wykorzystanie dźwigni finansowej, jednocześnie może też być wyrazem traktowania długu jako narzędzia motywującego zarządzających i redukującego konflikt interesów na linii właściciel–menedżer. Powodem

braku istotnych statystycznie różnic w strukturze kapitału firm zarządzanych tylko przez właścicieli oraz zarządzanych zarówno przez właściciela, jak i menedżera zewnętrznego, może być z kolei niski stopień delegacji uprawnień czynionych przez właściciela. Innymi słowy, właściciel (rodzina), choć zdecydował się na skorzystanie z usług profesjonalnego menedżera, to kluczowe finansowe decyzje podejmuje niezależnie, a niechęć do ponoszenia większego ryzyka i kontroli zewnętrznej przez kredytodawców odgrywa tu decydującą rolę. Ponadto przejawy awersji do stosowania ryzykowniejszych strategii finansowych dopatrzeć się można także w wartościach wskaźnika płynności finansowej, która w firmach zarządzanych przez właścicieli była wyższa niż w pozostałych grupach. Potwierdzono też, że firmy rodzinne, jeżeli już decydują się na finansowanie działalności z wykorzystaniem długu, to w przeważającej części ma on charakter krótkoterminowy. Na podstawie wyników można też przypuszczać, że większymi zwolennikami wykorzystania wyłącznie długu krótkoterminowego są właściciele niż menedżerowie zewnętrzni.

## **Uwagi końcowe**

Przeprowadzone w opracowaniu badania oparte na grupie ponad 24 tysięcy polskich firm rodzinnych potwierdzają większość wniosków płynących z badań światowych. W opinii autora nie można jednak jednoznacznie stwierdzić, że polskie firmy rodzinne wykorzystują dług jedynie w marginalnym stopniu. Świadczyć o tym może fakt, że ponad połowa badanych firm wykorzystywała dług stanowiący ponad 40% sumy bilansowej. Warty zaznaczenia jest przy tym fakt, że przeważającą część tego długu stanowiły zobowiązania krótkoterminowe, które wykorzystuje się do finansowania działalności bieżącej. Oznaczać to może, że polskie firmy rodzinne działalność inwestycyjną finansują z wykorzystaniem wewnętrznych źródeł, a wykorzystanie długu dopuszczają w przypadku działalności operacyjnej. Mechanizm taki może wynikać z omówionej w pierwszej części artykułu obawy właścicieli przed utratą kontroli nad firmą i jej kontroli przez zewnętrzne podmioty. Niemniej istotnym wnioskiem płynącym z badań jest fakt, że przyjęta struktura nadzoru właścicielskiego może mieć wpływ na decyzje finansowe i przyjętą strukturę kapitału.

Właściciele firm rodzinnych, podejmując decyzję dotyczącą formy nadzoru właścicielskiego, stają przed nie lada wyzwaniem. Z jednej strony altruizm, dobro rodziny, niechęć do podejmowania ryzyka działają na korzyść modelu połączonej własności i zarządzania. Z drugiej strony, angażując do zarządzania zewnętrznych, posiadających profesjonalną wiedzę menedżerów, spodziewają się prawdopodobnie efektywniejszego budowania wartości firmy. Wykorzystanie dźwigni finansowej i poszukiwanie optymalnej struktury kapitału powinno się do tego przyczynić. Jak jednak wykazały badania wskaźników rentowności kapitału własnego i aktywów polskich firm rodzinnych w latach 2008–2011, to firmy zarządzane przez właścicieli osiągały przeciętnie wyższą efektywność (Majda, Socha 2014: 93–109). W opinii autora wpływ na taki stan rzeczy mogła mieć zmienność warunków otoczenia będąca skutkiem kryzysu finansowego. Zasadne zatem jest przeprowadzenie

dalszych pogłębionych badań w zakresie polityki finansowania i efektywności polskich firm rodzinnych.

## Literatura

- Barton S.L., Matthews C.H. (1989), *Small Firm Financing: Implications From a Strategic Management Perspective*, „Journal of Small Business Management” vol. 27, no. 1.
- Boyer P., Roth H. (1978), *The Cost of Equity Capital for Small Business*, „American Journal of Small Business” vol. 2.
- Gallo M.A., Tàpies J., Cappuyns K. (2004), *Comparison of Family and Nonfamily Business: Financial Logic and Personal Preferences*, „Family Business Review” vol. XVII, no. 4.
- Hutchinson R.W. (1995), *The Capital Structure and Investment Decision of the Small Owner-Managed Firm: Some Exploratory Issues*, „Small Business Economics” vol. 7.
- Jensen M., Meckling W. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Capital Structure*, „Journal of Financial Economics” vol. 3.
- Każmierska-Józwiak B., Marszałek J. (2012), *Charakterystyka strategii finansowania firm rodzinnych na przykładzie sektora usług turystycznych*, *Annales Universitatis Marie Curie-Skłodowska*, vol. XLVI, I.
- Majda A., Socha B. (2014), *Relacja własność-zarządzanie i jej wpływ na wyniki finansowe polskich firm rodzinnych. Raport z badań własnych*, „Przedsiębiorczość i Zarządzanie” t. XV, z. 7, cz. II.
- Matthews C.H., Vasudevan D.P., Barton S.L., Apana R. (1994), *Capital Structure Decision Making in Privately Held Firms: Beyond the Finance Paradigm*, „Family Business Review” vol. 7, no. 4.
- McMahon R., Stanger A. (1995), *Understanding the Small Enterprise Financial Objective Function*, „Entrepreneurship: Theory & Practice” vol. 19, no. 4.
- Modigliani F., Miller M.H. (1958), *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*, „American Economic Review”, June.
- Neubauer F., Lank A.G. (1998), *The Family Business: Its Governance for Sustainability*, Macmillan Press, London.
- Popczyk W., Winnicka-Popczyk A. (2005), *Przedsiębiorczość rodzinna w Polsce w świetle badań własnych. Podstawowe problemy rozwoju polskich firm rodzinnych*, w: *Determinanty rozwoju przedsiębiorstw rodzinnych w Polsce*, red. Ł. Sułkowski, TNOiK, „Dom Organizatora”, Toruń.
- Ray G.H., Hutchinson P.J. (1983), *The Financing and Financial Control of Small Enterprise Development*, Gower Publishing, Aldershot.
- Romano C.A., Tanewski G.A., Smyrnios K.X. (2000), *Capital Structure Decision Making: A Model for Family Business*, „Journal of Business Venturing” vol. 16.
- Stanworth M.J.K., Curran J. (1976), *Growth and the Small Firm: An Alternative View*, „Journal of Management Studies” vol. 13.
- Storey D.J. (1994), *Understanding the Small Business Sector*, Routledge, London.
- Stradomski M. (2010), *Finansowanie obce firm rodzinnych na rynku niedoskonałym*, PWE, Warszawa.
- Winnicka-Popczyk A. (2008), *Specyficzne problemy zarządzania finansami w przedsiębiorstwach rodzinnych – wnioski ze studiów literaturowych oraz dotychczasowych badań*, „Przegląd Organizacji” nr 3.
- Winnicka-Popczyk A. (2011), *Możliwości i ograniczenia w pozyskiwaniu kapitału w przedsiębiorstwach rodzinnych*, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego* nr 686, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 47.
- Zata-Poutziouris P. (2011), *The Financial Structure and Performance of Owner-Managed Family Firms: Evidence from the UK Economy*, „Universia Business Review. Cuatro Trimestre”.

## FINANCIAL STRUCTURE OF POLISH FAMILY BUSINESSES IN THE CONTEXT OF CORPORATE GOVERNANCE. EMPIRICAL STUDIES

**Abstract:** *Purpose* – The purpose of this article is to clarify the mechanism of financial decision-making in the family business from the perspective of corporate governance.

*Design/methodology/approach* – The article analyses financial data of more than 24,000 small family business. In order to verify the hypothesis based descriptive statistics and one-way analysis of variance were used.

*Findings* – Results of the study suggest that the adopted model of corporate governance may affect financial decisions taken in family businesses. Companies in which the owners (family) are the only managers are characterized by lower values of the debt ratio. In addition, the small family businesses use more often short-term form of debt.

*Originality/value* – The article, according to the author's knowledge, is the first study in Poland, which examined the impact of corporate governance model for the financial decisions of family businesses. This paper contributes to a better understanding of the multidimensional aspect of the financial decision-making in a family businesses.

**Keywords:** family business, capital structure, corporate governance, funding model in family business, ownership-management in family business

## Cytowanie

Socha B. (2015), *Struktura finansowania polskich firm rodzinnych w kontekście nadzoru właścicielskiego – raport z badań*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 854, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 73, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 265–277; [www.wneiz.pl/frfu](http://www.wneiz.pl/frfu).

