

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

Dorota Starzyńska, Jakub Marszałek

Uniwersytet Łódzki

BARIERY FINANSOWANIA FIRM RODZINNYCH NA PRZYKŁADZIE PRZEDSIĘBIORSTW REGIONU ŁÓDZKIEGO*

Streszczenie: Jedną z cech przedsiębiorstw rodzinnych jest specyficzna struktura własności. Potrzeba kontroli własności kapitału może istotnie ograniczać możliwości finansowania podmiotu. Celem artykułu jest identyfikacja związków występujących między sposobem finansowania firm rodzinnych a charakterem barier występujących w finansowaniu. Na podstawie badania kwestionariuszowego przeprowadzonego z przedsiębiorcami regionu łódzkiego stwierdzono, że koszt i szybkość pozyskania kapitału są najważniejszymi barierami finansowania działalności. Badania potwierdzają również charakterystyczną dla firm rodzinnych awersję do zadłużania. Ustalono także, że potrzeba kontroli własności kapitału jest barierą w rozwoju, choć nie wydaje się ona szczególnie istotna dla ankietowanych.

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

1. Wstęp

Problematyka funkcjonowania firm rodzinnych jest postrzegana najczęściej z punktu widzenia problemów sukcesji lub stosunków własnościowych występujących w firmie rodzinnej (zwłaszcza relacji własnościowych między członkami rodziny i między członkami rodziny a innymi udziałowcami). Natomiast zdecydowanie rzadziej zwraca się uwagę na specyfikę finansowania firm rodzinnych i barier występujących w finansowaniu tych firm w związku ze specyfiką tego finansowania.

Dlatego też artykuł ma na celu pokazanie związków między sposobem finansowania firm rodzinnych a charakterem barier występujących w finansowaniu, a przez to i barier związanych z ich rozwojem. Czy więc bariery występujące w finansowaniu firm rodzinnych są typowe dla ogółu przedsiębiorstw (najczęściej małych i średnich, ponieważ w znakomitej większości właśnie taka jest wielkość firm rodzinnych), czy też występują pewne specyficzne bariery typowe właśnie dla firm rodzinnych? Identyfikacja tych barier może przyczynić się do ich przezwyciężenia

* 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.

lub przynajmniej do ograniczenia negatywnego skutku ich oddziaływania na możliwości rozwojowe firm rodzinnych, co powinno stanowić praktyczny walor podjętych w tym obszarze rozważań.

2. Bariery finansowe a inne ograniczenia rozwoju firm rodzinnych

Problemy związane z działalnością firm rodzinnych mają podłoże finansowe i pozafinansowe, zwłaszcza personalne. Można zaliczyć do nich:

- 1) „zakładanie, że dobre relacje rodzinne będą przekładane na efektywne relacje w pracy,
- 2) nepotyzm przejawiający się tym, aby zatrudnić w firmie wszystkich członków rodziny bez względu na ich kwalifikacje i umiejętności,
- 3) brak profesjonalizmu przejawiający się w unikaniu trudnych dyskusji oraz podejmowaniu decyzji bardziej pod wpływem przesłanek emocjonalnych niż racjonalnych,
- 4) brak planowania sukcesji,
- 5) patriarchalny styl rodziny, w którym ignorowało się sugestie młodego pokolenia przy podejmowaniu decyzji” [Małyśzek 2011, s. 85].

Konflikty rodzinne mogą destruktywnie wpływać na efekty działania przedsiębiorstwa. Koncentrowanie się na ich wyciszeniu może negatywnie oddziaływać na proces długofalowego planowania, ponieważ może tłumić sugestie i propozycje wykraczające poza dotychczasowy sposób postępowania.

Obok niedocenywania roli planowania i błędów popełnianych w zarządzaniu zasobami ludzkimi wskazuje się również na wyraźną niechęć, zwłaszcza niektórych firm rodzinnych, do wykorzystywania zewnętrznych źródeł finansowania, co może przyczynić się do zahamowania rozwoju firmy rodzinnej [Małyśzek 2011, s. 86]. Z drugiej strony wiele badań wskazuje na pozafinansowe uwarunkowania decyzji finansowych jako naturalne dla tej grupy przedsiębiorstw. Dla zarządzających celem gospodarczym może być bowiem nie tyle zysk, co zagwarantowanie ciągłości działalności, aby umożliwić sukcesję [Blanco-Mazagatos, de Quevedo-Puente, Castrillo 2007, s. 200]. Z tego powodu firmy rodzinne mogą bardzo niechętnie współpracować z jakimikolwiek podmiotami zewnętrznymi [Sirmon, Hitt 2003, s. 339-358]. Trudności z pozyskaniem nowych udziałowców skutkują koniecznością finansowania przede wszystkim zyskiem zatrzymanym, co potwierdza wiele publikacji [Poutziouris 2001, s. 280-283].

Badania przeprowadzone przez A. Surdeja i K. Wacha [2010, s. 96-135], które dotyczyły m.in. różnic i barier rozwoju firm rodzinnych w Polsce, wykazały, że finansowanie zewnętrzne i wewnętrzne stanowi dość istotny czynnik ograniczający możliwości rozwoju tych firm. Ranking ważności barier rozwojowych był następujący (łącznie wymieniono 19 barier):

- obciążenia fiskalne,
- inne,
- skomplikowane i niejednoznaczne przepisy prawne,
- biurokracja urzędnicza,
- konkurencja i ostra gra rynkowa,
- brak lub niedobór zewnętrznych źródeł finansowania,
- relacje rodzinne (trudności w zarządzaniu rodziną w firmie),
- brak lub niedobór wewnętrznych źródeł finansowania,
- skomplikowane procedury związane z pozyskiwaniem środków unijnych.

Bariery związane z finansowaniem zewnętrznym i wewnętrznym zostały uznane za jedne z ważniejszych, choć oczywiście należy pamiętać, że inne czynniki mogą mieć pośredni wpływ na bariery związane z finansowaniem (podatki, wysokie koszty pracy czy wysoka konkurencja zmuszająca do obniżania cen). Ograniczają one możliwości finansowe firmy rodzinnej ze środków wewnętrznych. Brak dostatecznych środków własnych może z kolei negatywnie wpływać na możliwości pozyskania kapitału z niektórych źródeł zewnętrznych (np. żądanie wniesienia wkładu własnego przedsiębiorstwa w przypadku finansowania inwestycji kredytem przez bank).

Finansowanie obce w firmach rodzinnych może paradoksalnie natrafić na bariery typowe dla kapitału własnego. Potrzeba kontroli własności kapitału powoduje awersję do ryzyka finansowego, co utrudnia firmom rodzinnym decyzję o zaciągnięciu długu [McConaughy, Matthews, Fialko 2001, s. 31-49]. Należy jednak pamiętać, że przedsiębiorstwo rodzinne jest często źródłem utrzymania i miejscem zatrudnienia dla wielu członków rodziny. Zadłużając je, rodzina naraża się na utratę dochodów dla wielu osób. Priorytet stabilnego rozwoju podmiotu może wówczas negować potrzebę stosowania dźwigni finansowej, nawet za cenę wolniejszego rozwoju [Gallo, Trfies, Cappuyns 2004, s. 303-316].

Badania przeprowadzone przez W. Popczyka i A. Winnicką-Popczyk [Sułkowski (red.) 2004, s. 69-70] w latach 2000-2001 na stu firmach rodzinnych również potwierdzają niechęć firm rodzinnych do pozyskiwania długu z powodu zbyt wysokiego i niestabilnego oprocentowania, kłopotliwych formalności w bankach.

3. Bariery finansowania przedsiębiorstw rodzinnych – analiza empiryczna w regionie łódzkim

W celu identyfikacji głównych barier finansowania firm rodzinnych przeprowadzono badanie ankietowe przedsiębiorstw regionu łódzkiego. Doboru do próby dokonano na podstawie kryterium: rodzinnego charakteru przedsiębiorstwa, rodzaju prowadzonej działalności oraz rejestracji 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 – sekcja C – przetwórstwo przemysłowe¹. W efekcie badanie przeprowadzono na grupie 302 przedsiębiorstw rodzinnych przy użyciu kwestionariusza ankiety, za pośrednictwem profesjonalnych ankieterów.

W badanej grupie najliczniej występowały małe (zatrudniające 10-49 osób) firmy rodzinne (49,7%) oraz mikro- (do 9 osób) przedsiębiorstwa (41%). Nie odnotowano ani jednego podmiotu o liczbie pracujących powyżej 250 osób, a jedynie 9% to spółki średnie (50-249 osób).

Ze względu na formę organizacyjno-prawną zaobserwowano 44,8% spółek osobowych, typowych dla działalności rodzinnej. Wśród nich najliczniej występowały spółki cywilne i jawne, choć odnotowano także spółki komandytowe i komandytowo-akcyjne. Blisko 40% badanych stanowiły podmioty prowadzące działalność jednoosobowo, co jest także charakterystyczne dla firm rodzinnych, gdzie tylko jeden członek rodziny jest formalnym właścicielem². W badanej próbie zaobserwowano również podmioty prowadzone w formie spółek kapitałowych (17,2%), wśród których znalazło się 41 spółek z o.o. oraz dwie spółki akcyjne.

Przeprowadzone badania ankietowe wskazują na charakterystyczne cechy struktury finansowania przedsiębiorstw rodzinnych. 39% respondentów wskazało wkłady wspólników jako najważniejsze źródło kapitału własnego wykorzystywanego do finansowania działalności. Ponad 1/4 badanych korzysta z zysku zatrzymanego jako źródła kapitału. Ta sama liczba przypadków dotyczyła zysku zatrzymanego i wkładów wspólników łącznie.

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

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

Źródło: opracowanie własne.

Dzięki przeprowadzonym badaniom można także dostrzec znaczący udział wewnętrznych źródeł kapitału w pasywach własnych. Wkłady wspólników i zysk zatrzymany stanowią 93% źródeł finansowania wskazanych przez respondentów.

¹ Stan na dzień 31.12.2010.

² Wybrana forma organizacyjno-prawna skutkuje najczęściej liczbą wspólników prowadzących poszczególne podmioty gospodarcze. W badanej 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.

Badane spółki bardzo ostrożnie podchodzą do problemu zadłużenia. Aż 76% podmiotów określiło poziom zadłużenia jako niski, 1/5 zaś jako przeciętny.

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.

Niski poziom zadłużenia znajduje potwierdzenie w danych tab. 3. Blisko 38% respondentów wskazało, że nie korzysta z kapitałów obcych, natomiast 62% – że stosuje dług do finansowania działalności. Ciekawe wydaje się to, że niski poziom długu wskazany jest przez znacznie większą grupę podmiotów w porównaniu z tą, która w ogóle nie korzysta z kapitałów obcych. Może to dowodzić, że respondenci różnorodnie traktują kwestię zadłużenia. Wykazana dysproporcja może oznaczać, że jedynie część przedsiębiorców traktuje dług jako stałe źródło finansowania i wskazuje je w ankiecie, natomiast pozostała część zadłuża się sporadycznie i wyłącznie do celów operacyjnych, traktując to jako stan przypadkowy. Dlatego ta grupa może nie wskazywać stałego wykorzystania długu.

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.

Przedsiębiorstwa rodzinne charakteryzują się specyficznym podejściem do polityki finansowania, preferując wewnętrzne źródła kapitału i będąc niechętnymi do powiększania grona wspólników poza kręgiem rodziny. Czy jednak kryterium więzów krwi jest główną przyczyną określonych decyzji menedżerów, czy też wynika to z ograniczeń charakterystycznych dla określonej grupy przedsiębiorstw, niekoniecznie rodzinnych? Badane podmioty to głównie przedstawiciele sektora MŚP, co wiąże się z występowaniem problemów rozwoju typowych dla całej zbiorowości takich przedsiębiorstw.

Wyniki przeprowadzonych badań wydają się potwierdzać występowanie specyfiki finansowania przedsiębiorstw rodzinnych. Ponad 17% ankietowanych wskazało potrzebę rodzinnej kontroli własności kapitału. Jednocześnie ponad 70% badanych uzależniało wybór sposobu finansowania od kosztu pozyskania środków. Dla 53% respondentów istotnym kryterium wykorzystania określonych źródeł kapitału był

czas pozyskania. Oznacza to, że badane przedsiębiorstwa, w istotnym stopniu dbając o kontrolę własności kapitału, napotykają naturalną barierę w jego pozyskaniu poza kręgiem rodziny, co utrudnia finansowanie własne. Jednocześnie analizowane podmioty mogą borykać się z ograniczeniami typowymi dla małych i średnich przedsiębiorstw, zwłaszcza ze zbyt wysokim kosztem finansowania. Wykazany w tab. 1 odsetek wykorzystania zysku zatrzymanego jako źródła kapitału może dowodzić niskiej rentowności prowadzonej działalności, co niekiedy skutecznie uniemożliwia korzystanie z długu.

Tabela 4. Podstawowe bariery związane z pozyskaniem kapitałów własnych na działalność bieżącą i rozwojową

Wyszczególnienie	Liczba wskazań	% wskazań*
Koszt pozyskania kapitału (odsetki, oprocentowanie, prowizje)	204	70,3
Szybkość uzyskania kapitału	155	53,4
Stopień skomplikowania procedur związanych z pozyskaniem kapitału	78	26,9
Konieczność lub brak konieczności ustanowienia zabezpieczenia (w przypadku kapitału obcego)	20	6,9
Obawa przed ingerencją kapitałodawcy zewnętrznego	9	3,1
Chęć utrzymania tytułów własności w rodzinie	48	16,6
Inne	6	2,1

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

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 5. Podstawowe bariery związane z pozyskaniem kapitałów obcych na działalność bieżącą i rozwojową

Wyszczególnienie	Liczba wskazań	% wskazań*
Wysokie oprocentowanie długu	211	76,2
Wysokie prowizje i opłaty manipulacyjne	158	57,0
Uciążliwe procedury związane z pozyskaniem środków	117	42,2
Forma organizacyjno-własnościowa uniemożliwiająca pozyskanie określonych środków	9	3,2
Długi czas oczekiwania na kapitał obcy	30	10,8
Ingerencja zewnętrznych kapitałodawców w zarządzanie firmą	22	7,9
Inne	11	4,0

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

Źródło: opracowanie własne.

Teza o występowaniu barier w pozyskaniu kapitału o charakterze ogólnym, a nie specyficznym dla przedsiębiorstw rodzinnych, znajduje swoje potwierdzenie w danych zawartych w tab. 5. Badane przedsiębiorstwa głównie wskazują na trudności ogólnoeconomiczne, związane z wysokością kosztów pozyskania kapitału oraz jego późniejszej obsługi. Ponad 3/4 respondentów wskazało zbyt wysokie oprocentowanie długu jako najważniejszą przeszkodę w pozyskaniu kapitałów obcych. 57% ankietowanych uznało nadmierne koszty prowizji i opłat manipulacyjnych za istotną barierę finansowania obcego. Równie ważnym czynnikiem ograniczającym zadłużanie się były zbyt uciążliwe formalności i procedury poprzedzające finansowanie. Warto podkreślić, że respondenci w niewielkim stopniu wskazali obawy przed ingerencją zewnętrznych kapitałodawców w sprawy przedsiębiorstwa. Oznacza to, że kwestie rodzinnej autonomii zarządzania kapitałem wydają się mało istotne. Poza tym finansowanie długiem daje bardzo ograniczone możliwości ingerencji wierzyciela w sprawy spółki dłużnika, co w sposób naturalny czyni tę barierę mało istotną.

Badając zależności pomiędzy preferowanymi źródłami finansowania, wskazanymi barierami pozyskania kapitału a stosowaną strategią finansowania, dostrzeżono kilka interesujących zależności. Interesująca jest istotna statystycznie, choć słaba, korelacja pomiędzy wyborem formy kapitału własnego a powodem takiego wyboru (V -Cramera = 0,194; p = 0,013). Analiza tablicy krzyżowej obu zmiennych wskazuje, że koszt pozyskania kapitału był najważniejszą przesłanką stosowania wkładów wspólników i zysku zatrzymanego. Liczba wskazań dla każdej grupy stosujących jedno lub oba źródła finansowania była zbliżona i najliczniejsza w porównaniu z innymi analizowanymi barierami.

Bardzo ważnym czynnikiem przesądającym o wykorzystaniu wkładów wspólników okazał się czas niezbędny do pozyskania kapitału. Liczba wskazań tego powodu była istotnie wyższa od analogicznych odpowiedzi dla zysku zatrzymanego i obu kapitałów wykorzystywanych łącznie. Trzecim, równie ważnym powodem wyboru określonej formy kapitału własnego była potrzeba kontroli własności kapitału. Uzyskano tyle samo wskazań dla przypadku finansowania wkładami wspólników, co zysku zatrzymanego.

Nie zaobserwowano natomiast zależności statystycznej pomiędzy stopniem zadłużenia badanych przedsiębiorstw a wskazanymi barierami wykorzystania długu. Analiza tablicy krzyżowej obu zmiennych pozwala zauważyć, że spółki najmniej zadłużone wskazywały obawę przed ingerencją kapitałodawcy w sprawy spółki jako istotne ograniczenie.

Dla nielicznej grupy spółek o wysokim zadłużeniu nie zaobserwowano wskazania trudności dotyczącej konieczności ustanowienia zabezpieczenia i potrzeby kontroli własności kapitału, co po raz kolejny dowodzi, że jedynie niewielka grupa przedsiębiorców akceptuje ryzyko finansowe i prowadzi aktywną politykę finansowania. Dla tego grona badanych nieistotne okazały się skomplikowane procedury poprzedzające pozyskanie kapitału obcego.

Badając związek pomiędzy faktem korzystania z długu i barierami jego pozyskania, zaobserwowano, że podmioty zadłużone częściej wskazują problem kosztu i czasu potrzebnego do pozyskania finansowania niż spółki niekorzystające z kapitału obcego. W przypadku kryterium potrzeby kontroli własności kapitału liczba wskazań przez spółki niezadłużone jest dwukrotnie wyższa od przedsiębiorstw finansujących się długiem. Świadczy to również o silnej potrzebie niezależności finansowej badanych firm rodzinnych. W przypadku obu zmiennych zaobserwowano słabą, choć istotną statystycznie korelację (V -Cramera = 0,283; $p = 0,002$). Zaobserwowano też, że podmioty korzystające z kredytu wskazały koszt kapitałowy czterokrotnie częściej niż spółki wykorzystujące leasing. W przypadku bariery czasu pozyskania środków liczba wskazań w obu grupach jest taka sama. To po raz kolejny dowodzi, że najważniejszym problemem finansowania długiem jest koszt jego pozyskania.

4. Wnioski końcowe

Przeprowadzone badania nad barierami finansowania przedsiębiorstw rodzinnych dostarczają interesujących informacji na temat trudności w pozyskiwaniu kapitału. Wyraźnie zaznacza się problem zbyt wysokiego kosztu finansowania spółek. Analizowane przedsiębiorstwa korzystają przede wszystkim z kapitałów własnych w formie wkładów wnoszonych przez wspólników. Respondenci jednoznacznie wskazali na koszt i szybkość pozyskania kapitału jako najważniejszą przeszkodę finansowania innego od obecnego. Zaznacza się również potrzeba kontroli własności jako bariera w rozwoju przedsiębiorstw, choć nie wydaje się ona szczególnie istotna dla ankietowanych. Wynikać to może z faktu, że badane podmioty to spółki niewielkie, a zatem pozbawione najczęściej możliwości finansowania zewnętrznym kapitałem własnym. Natomiast pozostałe formy finansowania własnego mają charakter wewnętrzny, przez co nie są szczególnie trudno dostępne dla przedsiębiorstw. Spółki wydają się nie dostrzegać innych, poza zyskiem zatrzymanym i dotychczasowymi wkładami wspólników, źródeł takiego finansowania lub traktują je jako niedostępne. Świadczyć o tym może fakt, że stopień skomplikowania procedur związanych z pozyskaniem kapitału własnego był trzecim najczęściej występującym ograniczeniem wskazanym w badaniu, istotniejszym od potrzeby kontroli własności kapitału. Trudno zatem ustalić specyfikę barier finansowania firm rodzinnych kapitałem własnym. Trudności te mają charakter ogólny, typowy dla małych i średnich przedsiębiorstw.

Badania potwierdzają natomiast charakterystyczną dla firm rodzinnych awersję do zadłużania. Oczywiście najważniejszymi barierami finansowania długiem okazały się nadmierne oprocentowanie i prowizje oraz uciążliwe procedury związane z pozyskaniem środków, co jest typowe dla całej populacji przedsiębiorstw takich rozmiarów. Mimo to spółki najmniej zadłużone, i jednocześnie najliczniej występujące, wskazywały obawę przed ingerencją kapitałodawcy w sprawy spółki jako istotne ograniczenie. Taka postawa wydaje się dość uzasadniona. Przedsiębiorstwo

rodzinne jest często źródłem utrzymania i miejscem zatrudnienia dla wielu członków rodziny. Zadłużając je, rodzina może zwiększyć rozmiar działalności, ale jednocześnie ryzykuje utratę dochodów dla wielu osób, nie mając przy tym istotnej alternatywy dla finansowania wydatków osobistych. To może czynić decyzję o zaciągnięciu długu bardzo trudną.

Literatura

- Blanco-Mazagatos V., de Quevedo-Puente E., Castrillo L.A., *The trade-off between financial resources and agency costs in the family business: An exploratory study*, „Family Business Review” 2007, vol. 20, no. 3.
- Gallo M.A., Típiés J., Cappuyns K., *Comparison of family and nonfamily business: Financial logic and personal preferences*, „Family Business Review” 2004, vol. 17, no. 4.
- Małyszek E., *Czynniki wpływające na sukces i długoterminowe przetrwanie firm rodzinnych*, [w:] *Firmy rodzinne – determinanty funkcjonowania i rozwoju*, red. A. Marjański, SWSPiZ w Łodzi, Łódź 2011.
- Marjański A., *Badania małych i średnich przedsiębiorstw rodzinnych w Polsce*, [w:] *Wyzwania i perspektywy zarządzania w małych i średnich przedsiębiorstwach*, red. M. Matejun, C.H. Beck, Warszawa 2010.
- McConaughy D., Matthews C.H., Fialko A., *Founding family controlled firms: Performance, risk and value*, „Journal of Small Business Management” 2001, vol. 39, no. 1.
- Poutziouris P., *The views of family companies on venture capital: Empirical evidence from the UK small to medium-size enterprising economy*, „Family Business Review” 2001, vol. 14, no. 3.
- Sirmon D.G., Hitt M.A., *Managing resources: Linking unique resources, management, and wealth creation in family firms*, „Entrepreneurship Theory and Practice” 2003, vol. 27, no. 4.
- 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.

FAMILY BUSINESS FINANCING BARRIERS ANALYSIS OF THE ŁÓDŹ REGION COMPANIES

Summary: One of the family business features is their unique ownership structure. However, the necessity of the equity ownership control may significantly limit possible capital sources. The goal of the article is to identify the connections between family business chosen financing strategies and barriers of capital availability. Using the questionnaire research of companies from the Łódź region we have established that the cost of capital and its availability in time are the most important family business financing barriers. The research confirmed debt aversion typical of many family business companies. The necessity of the equity ownership control was also identified as a barrier of development, but it did not seem really important for the analyzed companies.

Keywords: family business, capital structure, Łódź region.