

Olga Martyniuk
Uniwersytet Gdański

Zastosowanie teorii struktury kapitału w polskich przedsiębiorstwach rodzinnych notowanych na rynku NewConnect

Capital Structure Theories in the Polish Family Firms on the Alternative Market NewConnect

Abstract: The capital structure is one of the most discussed topic in the field of corporate finance. This is reflected in the various theories, stating from the classic Modigliani and Miller. Despite the fact that the vast literature is dedicated to a capital structure problem, only a limited number of studies have been conducted on family owned companies. They state that family firms behave differently from non – family ones in their choice of capital structure. Mainly it results from specific strategic objectives and ownership.

Moreover, the majority of empirical papers which analyzed that problem concern USA, Australia and Western Europe. Empirical studies on capital structure in family firms from Central and Eastern Europe seem to be innovative.

Author presents the results of own initial studies on this subject in Polish family owned companies. The paper aim is to determine average debt ratio, the relationship between debt ratio and ROA for family firms listed on NewConnect. Author's findings confirm that family firms use less debt than their non family counterparts. It is consistent with the statement that family firms are more risk averse and thus reluctant to employ debt. The correlation results show a negative relationship between profitability and debt level which gives support to the pecking order theory.

Key words: family business, capital structure, Poland, debt ratio, ROA, capital structure determinants.

JEL Classification: M15, M21

Wstęp

Jednym z najważniejszych zadań zarządzających przedsiębiorstwem jest wybór sposobu finansowania jego działalności w taki sposób, aby przyczynić się do wzrostu jego wartości dla właścicieli, minimalizując jednocześnie koszty finansowania i ryzyko z nim związane. W nauce o finansach problematyka ta często podejmowana jest zarówno w ujęciu teoretycznym, jak i empirycznym. W większości publikacji dotyczących struktury kapitału wymienia się mniejszy lub większy zbiór czynników ją kształtujących, pomijając kwestię rodzinnego charakteru przedsiębiorstwa. W dotychczasowych polskich badaniach uwzględniano najczęściej wśród determinant struktury kapitału m.in. możliwość reagowania przedsiębiorstwa na determinanty [Hamrol, Sieczko 2006; Tokarski 2006], związek determinant z otoczeniem przedsiębiorstwa [Iwin-Garżyńska, Adamczyk 2009; Błach 2009], wpływ na poziom dźwigni finansowej [Duliniec 2011], możliwość skwantyfikowania determinant [Barowicz 2012], specyfikę determinant [Kowalik 2009]. Ponadto, zauważyć należy, że większość tych badań dotyczy przedsiębiorstw dużych, przede wszystkim spółek notowanych na WGPW, a zdecydowanie mniej badań przeprowadzanych jest w zakresie struktury finansowej sektora MSP [Prędkiewicz, Prędkiewicz 2014, Jędrzejczak-Gas 2013, Łuczka 2013].

Celem artykułu jest weryfikacja teorii struktury kapitału w odniesieniu do przedsiębiorstw rodzinnych notowanych na rynku NewConnect. Badania w tym zakresie oraz analiza czynników wpływających na strukturę kapitału przedsiębiorstw rodzinnych jest od lat dziewięćdziesiątych XX wieku przedmiotem badań badaczy ze Stanów Zjednoczonych, Australii czy Europy Zachodniej. Wydaje się jednak, że wyników tych badań nie można ekstrapolować na polskie przedsiębiorstwa rodzinne przede wszystkim ze względu na okres funkcjonowania tych przedsiębiorstw i różne czynniki makroekonomiczne wpływające na rozwój przedsiębiorstw w krajach Europy Wschodniej i Centralnej w porównaniu do Europy Zachodniej czy Ameryki Północnej i Australii.

Dla realizacji celu opracowania autor dokonał przeglądu dotychczasowych międzynarodowych badań dotyczących struktury kapitału przedsiębiorstw rodzinnych. Po analizie literatury przedmiotu przeprowadzono pilotażowe badania, mające na celu określenie, która koncepcja teorii struktury kapitału ma zastosowanie dla polskich spółek rodzinnych notowanych na rynku New Connect. W szczególności podjęto próbę ustalenia stopnia wykorzystania kapitału własnego i obcego w finansowaniu aktywów tych spółek oraz wpływu stopnia ich zadłużenia na rentowność majątku. Do ba-

dania wykorzystano dane finansowe za lata 2010–2012 spółek rodzinnych notowanych na rynku NewConnect.

Teorie struktury kapitału

Pojęcie struktury kapitału jest różnie definiowane w teorii finansów. Można wyróżnić następujące podejścia do zagadnienia struktury kapitału:

1. Jest to proporcja udziału kapitału własnego i obcego w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa. Struktura kapitału utożsamiana jest zatem ze strukturą pasywów przedsiębiorstwa nazywaną strukturą finansowania.
2. Jest to relacja wartości zadłużenia długoterminowego do kapitałów własnych. W tym podejściu struktura kapitału dotyczy jedynie kapitału stałego i stanowi część struktury finansowania.
3. Utożsamiana jest ze strukturą papierów wartościowych wyemitowanych przez przedsiębiorstwo w podziale na dwie grupy: walory o charakterze własnościowym lub o charakterze dłużnym.
4. Obejmuje wyłącznie kapitały własne oraz zobowiązania obciążone obowiązkowymi płatnościami odsetkowymi. W tym ujęciu ze struktury finansowania wyłączone są zobowiązania krótkoterminowe niezwiązane z płatnościami odsetkowymi [Błach 2009, ss. 88–89].

Optymalna struktura kapitału prowadzi do osiągnięcia równowagi między ryzykiem przedsiębiorstwa a osiąganą rentownością i dzięki temu pozwala na maksymalizowanie wartości rynkowej przedsiębiorstwa. W związku z tym przedsiębiorstwa powinny dążyć do osiągnięcia optymalnej struktury kapitału zwiększającej jego wartość rynkową i majątek właścicieli. Główny problem związany z kształtowaniem struktury kapitału w przedsiębiorstwie polega na znalezieniu kompromisu między wzrostem bogactwa właścicieli a wzrostem ryzyka wynikającym ze zwiększonego poziomu zadłużenia.

Podstawowa teoretyczna koncepcja struktury kapitału została stworzona przez M.H. Millera i F. Modiglianiego [1958]. Zgodnie z tą teorią, w gospodarce, w której nie istnieją podatki wartość przedsiębiorstwa, nie zależy od struktury kapitału. Jednak w praktyce gospodarczej warunki te są niemożliwe do spełnienia. W związku z tym w 1963 M.H. Miller i F. Modigliani zmodyfikowali swoją teorię i stwierdzili, że dla gospodarki, w której obowiązują podatki, wartość spółki zwiększa się wraz ze wzrostem wartości wskaźnika kapitał obcy/ kapitał własny. Oznacza to, że wraz ze wzrostem długu w strukturze kapitału, wzrasta wartość przedsięwzięcia.

stwa [Gajdka, Walińska, 1998, ss. 188–198]. W praktyce jednak przedsiębiorstwa nie dążą do finansowania swojej działalności jedynie kapitałem obcym. Stąd dalsze badania problematyki struktury kapitału skupiły się na poszukiwaniu przyczyn ograniczających skalę finansowania przedsiębiorstw przez kapitał obcy. Jednym z takich czynników są koszty bankructwa – bezpośrednie (opłaty sądowe, wydatki administracyjne, wynagrodzenia dla prawników) i pośrednie koszty bankructwa (straty poniesione przez przedsiębiorstwo w wyniku negatywnej reakcji otoczenia na pogorszenie jego sytuacji finansowej: utrata części odbiorców i dostawców, obniżenie jakości produktów, konieczność dokonywania zakupów za gotówkę, obniżenie wartości rynkowej przedsiębiorstwa). W związku z tym pojawia się konieczność ustalenia maksymalnego poziomu zadłużenia pozwalającego na korzystanie z zalet finansowania obcego przy akceptowalnym poziomie ryzyka bankructwa. Próbę rozwiązania powyższego problemu daje teoria substytucji (statyczna teoria wyboru), wskazująca na możliwości zastępowania kapitału własnego przez dług lub odwrotnie, długu przez kapitał własny do momentu osiągnięcia maksymalnej wartości rynkowej przez przedsiębiorstwo [Błach 2009, s. 96]. Kolejną teorię struktury kapitału opracowali M.C. Jensen i W.H. Meckling [1976], tzw. teorię kosztów agencji¹. Zgodnie z tą teorią, zastępowanie kapitału własnego długiem jest opłacalne, dopóki korzyści z tego tytułu (tarcza podatkowa, ograniczenie kosztów agencji) przewyższają zagrożenia wynikające z wysokiego poziomu zadłużenia (koszty bankructwa, koszty agencyjne długu) [Błach 2009, s. 99]. Opisane teorie wskazywały, że wybór optymalnej struktury kapitału stanowi decyzję dotyczącą wyboru pomiędzy dwoma alternatywnymi sposobami finansowania działalności: kapitałem własnym i obcym. W teorii finansów istnieją jednak jeszcze inne podejścia. Analizuje się w nich problematykę struktury kapitałów w kontekście asymetrii informacji. Zgodnie z założeniami w tym nurcie, decyzje finansowe przedsiębiorstwa i kształt jego struktury kapitału w znacznej mierze zależą od rodzaju informacji płynących z otoczenia przedsiębiorstwa. Informacje te świadczą o nastawieniu inwestorów i ich skłonności do przekazania swoich środków przedsiębiorstwu, a także decydują o jego wartości rynkowej.

¹ Przez relację agencji należy rozumieć kontrakt, zgodnie z którym właściciele wynajmują inną osobę (agenta) dla wykonywania na ich zlecenie opisanej w kontrakcie usługi. Oznacza to, że decyzje dotyczące m.in. finansowania działalności przedsiębiorstwa podejmowane są przez tzw. agenta [Gajdka, Walińska 1998, ss. 234–235].

[Błach 2009, s. 99, s. 103]. Problem asymetrii informacji stanowił punkt wyjścia do teorii hierarchii wyboru źródeł finansowania [Myers, Majluf 1984]. Zgodnie z tą teorią, przedsiębiorstwa stawiają wewnętrzne źródła finansowania działalności (zatrzymane zyski) przed zewnętrznymi (kredyty, pożyczki), a finansowanie działalności w drodze kolejnej emisji akcji jest ostatecznością. Taka kolejność korzystania z poszczególnych źródeł finansowania związana jest z jednej strony z chęcią utrzymania niezależności przedsiębiorstwa, chęcią uniknięcia konieczności publicznego ujawniania informacji, a także czasochłonnością i kosztochłonnością pozyskiwania kapitału.

Podsumowując, można stwierdzić, że na strukturę kapitału przedsiębiorstwa mogą wpływać różne czynniki i brak jest jednoznacznej odpowiedzi, w jaki sposób ustalić optymalny poziom zadłużenia przedsiębiorstwa. Można także spotkać się ze stwierdzeniem, że zarządzający rzadko wybierają strukturę finansowania w wyniku analizy kosztów i korzyści z tym związanych, a poziom zadłużenia częściej wynika z czynników nieobiektywnych [Damodaran 2007, s. 868].

Przegląd badań nad strukturą kapitałów przedsiębiorstw rodzinnych na świecie

Problematyka przedsiębiorczości rodzinnej w Stanach Zjednoczonych i na świecie pojawiła się w dyskusjach naukowych pod koniec lat 60. Jednak pierwsze badania, dotyczące struktury kapitału, w tej grupie podmiotów przeprowadzono dopiero w latach 90 XX wieku w Stanach Zjednoczonych [Agrawal, Nagajaran 1990]. Ten obszar badań jest interesujący w odniesieniu do przedsiębiorstw rodzinnych m.in. ze względu na:

- specyficzne cele działalności przedsiębiorstw rodzinnych – orientacja długookresowa, trwałość i sukcesja ważniejsze niż maksymalizacja zysku w krótkim okresie,
- koncentrację własności – niechęć do podejmowania wyższego ryzyka ze względu na ścisłą zależność bezpieczeństwa rodziny – sytuacja finansowa przedsiębiorstwa, dodatkowo wysokie poczucie niezależności właścicieli.

Kolejne badania firm rodzinnych w tym obszarze naukowym przeprowadzane były przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych i Europie Zachodniej. Syntetyczne zestawienie badań w tym zakresie przedstawia tabela 1.

Tab. 1. Zestawienie wybranych największych badań dotyczących struktury kapitału przedsiębiorstw rodzinnych na świecie

Autor (rok badań)	Wielkość próby	Kraj
Agrawal, Nagarajan (1990)	71 spółek zadłużonych, 71 spółek niezadłużonych	Stany Zjednoczone
Mishra, McConaughy (1999)	105 przedsiębiorstw rodzinnych + 210 firm nierodzinnych	Stany Zjednoczone
Anderson, Reeb (2003)	319 przedsiębiorstw przemysłowych	Stany Zjednoczone
Romano, Tanewski, Smyrnios (2001)	1 059	Australia
Anderson, Mansi, Reeb (2003)	252 przedsiębiorstw przemysłowych	Stany Zjednoczone
Zellweger (2006)	140	Szwajcaria, Linchentstein
Lopez – Garcia, Sanchez – Andujar (2007)	422 przedsiębiorstw rodzinnych, 436 przedsiębiorstw nierodzinnych	Hiszpania
King, Santor (2007)	613	Kanada
Ellul (2008)	3608	Przedsiębiorstwa z 36 państw, w tym USA (450), Wielka Brytania (926), Niemcy (576), Francja (356), Finlandia (173), Włochy (194), Szwecja (194), Hiszpania (121)
Ampenberger, Schmid, Achleitner, Kaserer (2009)	600	Germany
Bjuggren, Duggal, Giang (2011)	78 przedsiębiorstw rodzinnych, 99 przedsiębiorstw nierodzinnych	Szwecja
Serrasqueiro, Nunes, Silva (2011)	614 przedsiębiorstw rodzinnych, 214 przedsiębiorstw nierodzinnych	Portugalia

Ampenberger, Bennedsen, Zhou (2012)	Brak danych	Dania
Vieira (2013)	35 przedsiębiorstw rodzinnych, 25 przedsiębiorstw nierodzinnych	Portugalia

Źródło: opracowanie własne na podstawie literatury przedmiotu.

Autorka nie spotkała się z wynikami badań struktury kapitału przedsiębiorstw rodzinnych z krajów Europy Środkowej i Centralnej. Polskie badania, w których pojawia się aspekt struktury kapitału przedsiębiorstw rodzinnych zostały przeprowadzone przez Kowalewski, Talavera, Stetsyuk [2005] oraz Prędkiewicz, Prędkiewicz [2014]. Pierwsze z nich dotyczą spółek notowanych na WGPW, drugie natomiast przedsiębiorstw sektora MSP województwa dolnośląskiego.

Analizując dotychczasowe światowe wyniki badań w zakresie struktury finansowania działalności przedsiębiorstw rodzinnych, można stwierdzić, że są one niejednoznaczne. Przykładowo z jednej strony stwierdzono brak wpływu rodzinnego charakteru przedsiębiorstwa na strukturę kapitałów w amerykańskich giełdowych spółkach rodzinnych. Z kolei badania przeprowadzone przez różnych badaczy w Australii (Setia-Atmaja, Tanewski, Skully), Kanadzie (King, Santor) czy krajach Europy Zachodniej (Ellul) wskazują na wyższy poziom dźwigni finansowej w przedsiębiorstwach rodzinnych w przeciwieństwie do badań Mishra, McConaughy. Takie zróżnicowanie wyników badań jest spowodowane nie tylko różnym poziomem rozwoju rynku kapitałowego czy systemu bankowego w badanych krajach. W przypadku badań przedsiębiorstw rodzinnych różnice te wynikają przede wszystkim z odmiennych definicji przedsiębiorstwa rodzinnego stosowanych przez różnych autorów. Ponadto można zauważyć, że część badań dotyczyła rodzinnych spółek giełdowych kierowanych przez zewnętrznych menadżerów, a z drugiej strony przedsiębiorstw rodzinnych nie tylko kontrolowanych przez jedną rodzinę, lecz także zarządzanych przez nią.

Poza tym w badaniach struktury kapitału w przedsiębiorstwach rodzinnych można zidentyfikować dwa rodzaje obszarów badawczych. Jedną część badań to analiza porównawcza firm rodzinnych i nierodzinnych. Druga natomiast to analizy prowadzone tylko w grupie podmiotów rodzinnych, dotyczące wpływu sposobu zarządzania przedsiębiorstwem rodzinnym na jego strukturę kapitału

Metodyka i wyniki przeprowadzonych badań

Prezentowane wyniki badań wybranych zagadnień z zakresu analizy struktury kapitału zostały przeprowadzone na podstawie danych finansowych przedsiębiorstw rodzinnych notowanych na rynku NewConnect. Pierwszą część badania to analiza spółek notowanych na rynku NewConnect na koniec roku 2013 (445 jednostek) pod kątem ich rodzinnego charakteru. Przyjęto za Popczyk [2013, s. 129] następującą definicję przedsiębiorstwa rodzinnego: „to przedsiębiorstwo o dowolnej formie prawnej, którego kapitał w całości lub decydującej jej części znajduje się w posiadaniu rodziny, przynajmniej jeden jej członek wywiera decydujący wpływ na kierownictwo lub sam sprawuje funkcję kierowniczą z zamiarem trwałego utrzymania przedsiębiorstwa w rękach rodziny”². W badaniach przyjęto, że firma rodzinna jest to spółka, w której liczba akcji należąca do jednej osoby lub kilku członków rodziny jest wyższa niż 50%, liczba głosów należąca do jednej osoby lub kilku członków rodziny jest większa niż 50%, co najmniej 1 członek rodziny jest członkiem zarządu lub rady nadzorczej³. Do spółek o charakterze rodzinnym notowanych na rynku NewConnect zaliczono łącznie 90 podmiotów. Z tej grupy podmiotów rodzinnych wyłączono spółki, które na dzień przeprowadzania badań nie publikowały danych za wszystkie 3 lata (2010 – 2012). Ostatecznie liczebność próby badawczej wyniosła 60 przedsiębiorstw.

Druga część badania obejmowała ustalenie wybranych wskaźników analizy finansowej i interpretacje zależności zachodzących między nimi. W niniejszym opracowaniu przyjęto najszerze ujęcie struktury kapitału utożsamianej z całą strukturą pasywów, wskazującą na źródła finansowania majątku przedsiębiorstwa ujmowane według wartości nominalnej. Za kapitał obcy przyjęto sumę zobowiązań długoterminowych, krótkoterminowych oraz rezerwy. Wskaźnik rentowności aktywów (ROA) ustalono jako

² Podobnie jak Popczyk nie podjęto próby ustalenia zamiaru trwałego utrzymania spółki w rękach rodziny [2013, s. 129]. Wynika to z faktu, że w większości polskich przedsiębiorstw rodzinnych proces sukcesji jest nadal na etapie „myślenia” o sukcesji – 70,4% badanych [Kody 2013, s. 5].

³ Dane o spółkach (struktura akcjonariatu, władze) zostały ustalone na podstawie:

- danych zawartych w serwisie Notoria Serwis,
- bazy danych prowadzonej przez wywiadownię gospodarczą Dun&Bradstreet – D&B Professional,
- stron internetowych spółek,
- oraz informacji prezentowanych na stronie www.newconnect.pl.

Dane zostały zebrane w styczniu i lutym 2014 roku.

iloraz wyniku finansowego netto i sumy aktywów. Z kolei wskaźnik ogólnego zadłużenia wyliczono jako udział kapitału obcego w majątku przedsiębiorstwa.

Pomimo zalet finansowania działalności przedsiębiorstwa za pomocą kapitału obcego, wyniki badań przeprowadzonych wśród spółek rodzinnych działających na rynku NewConnect potwierdzają jedną z cech charakterystycznych dla tej grupy podmiotów, czyli awersję do wysokiego ryzyka. Jak wynika z tabeli 2 w każdym z badanych okresów majątek tych przedsiębiorstw był w większości finansowany kapitałem własnym przedsiębiorstwa. Średnie wskaźniki zadłużenia wahają się w granicach 43%–47%.

Tab. 2. Wskaźniki zadłużenia spółek rodzinnych notowanych na rynku NewConnect za okres 2010–2012

Badany okres	2012		2011		2010	
	Średnia	Mediana	Średnia	Mediana	Średnia	Mediana
Spółki rodzinne	47%	41%	45%	34%	43%	36%

Źródło: Martyniuk, Gierusz, 2014, s. 237.

Dla 3 spółek w roku 2012, i po 1 spółce w roku 2011 i 2010 wskaźnik ogólnego zadłużenia był wyższy od 100%, co oznaczało, że zadłużenie tych przedsiębiorstw było wyższe niż posiadany majątek. Związane to było z generowaniem przez te spółki strat, które przewyższały wartość pozostałych elementów kapitału własnego. Z drugiej strony w kolejnych latach niektóre przedsiębiorstwa w bardzo małym stopniu finansowały swoją działalność za pomocą kapitału obcego. Dla nich wskaźnik ogólnego zadłużenia był niższy niż 10%. Dotyczyło to odpowiednio:

- w roku 2012 grupy 5 przedsiębiorstw,
- w roku 2011 grupy 3 przedsiębiorstw,
- w roku 2010 grupy 7 przedsiębiorstw.

W tej części wnioski z przeprowadzonych badań są zbieżne z wynikami Prędkiewicz [2014, s. 9], dotyczącymi małych i mikroprzedsiębiorstw. Jednak różnią się w odniesieniu do przedsiębiorstw średnich. Może to sugerować, że średnie przedsiębiorstwa rodzinne, nienotowane na rynku kapitałowym, preferują zadłużenie zewnętrzne od zwiększania kapitału własnego w drodze emisji akcji, co potwierdziłoby teorię hierarchii źródeł finansowania.

Poszukując czynników wpływających na strukturę kapitału spółek rodzinnych notowanych na rynku alternatywnym, przeprowadzono badanie

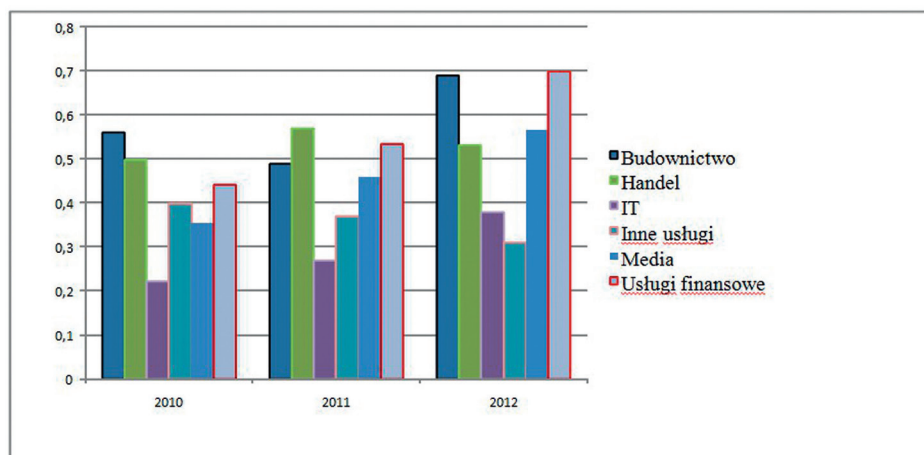
korelacji wskaźnika zadłużenia z poziomem koncentracji własności. W tym zakresie nie stwierdzono żadnych zależności.

Następnie przeprowadzono analizę zależności pomiędzy wskaźnikiem zadłużenia a branżą, w jakiej działa spółka. W tym celu wykorzystano współczynnik korelacji Pearsona, który wyniósł odpowiednio dla kolejnych lat:

- 0,50 dla roku 2012,
- 0,53 dla roku 2011,
- 0,54 dla roku 2010.

Oznacza to umiarkowaną zależność między branżą a poziomem zadłużenia spółki. Na wykresie 1 zaprezentowano średnie poziomy zadłużenia spółek w podziale na branże. Do analizy wybrano branże, w których działała minimum 4 spółki rodzinne.

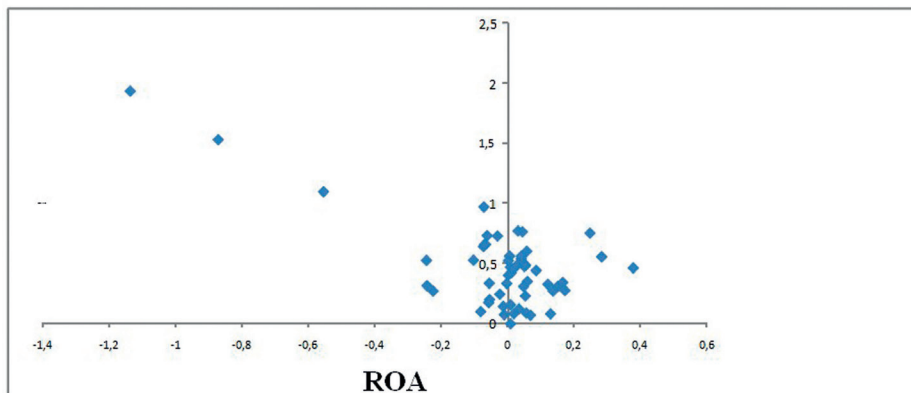
Wyk. 1. Średnie zadłużenie spółek rodzinnych na rynku New Connect według branż



Źródło: Martyniuk, Gierusz 2014, s. 237.

Kolejna zależność, jaką poddano badaniu, dotyczyła wskaźnika ogólnego zadłużenia i wskaźnika rentowności majątku (ROA). Wyniki badań dla roku 2012 ilustruje wykres 2.

Wyk. 2. Zależność między ROA a poziomem zadłużenia spółek rodzinnych notowanych na rynku New Connect – rok 2012



Źródło: Martyniuk, Gierusz 2014, s. 238.

Rezultaty badań wskazują na silną negatywną zależność między poziomem zadłużenia i rentownością majątku dla roku 2012 – współczynnik korelacji Pearsona wyniósł – 0,69 [szerzej Martyniuk, Gierusz 2014, ss. 237–238]. Oznacza to, że wraz ze wzrostem rentowności majątku spółki zmniejszają poziom zadłużenia. Negatywną zależność pomiędzy wskaźnikiem ogólnego zadłużenia i rentownością majątku stwierdzono także dla roku 2011 (współczynnik korelacji Pearsona – 0,45) i 2010 (współczynnik korelacji Pearsona – 0,28) jednak zależność ta jest już znacznie mniejsza.

Zakończenie

Przyjmuje się powszechnie, że zaangażowanie rodziny w przedsiębiorstwo (własność i zarządzanie) ma wpływ nie tylko na styl zarządzania, ale także na wyniki finansowe przedsiębiorstwa. W Polsce jednak większość literatury i badań z zakresu przedsiębiorczości rodzinnej dotyczy kwestii zarządzania (szczególnie sukcesji), rzadziej finansów. Z kolei w licznych badaniach dotyczących struktury kapitału polskich przedsiębiorstw nie uwzględniano do tej pory, jako czynnika kształtującego tę wielkość, rodzinnego charakteru przedsiębiorstwa pomimo tego, że badania w tym obszarze na świecie prowadzone są od blisko 25 lat. Zaprezentowane wyniki badań mają charakter wstępny. Ich wyniki potwierdzają rezultaty uzyskane w niektórych krajach np. Portugalia czy Niemcy. W badaniach stwierdzono m.in.: brak zależności pomiędzy udziałem rodziny we własności i poziomem zadłużenia spółki oraz negatywny związek pomiędzy

rentownością majątku i poziomem zadłużenia dla spółek rodzinnych notowanych na rynku alternatywnym, co potwierdza teorię hierarchii źródeł finansowania, zgodnie z którą przedsiębiorstwa w pierwszej kolejności finansują swoją działalność z zatrzymanych zysków. Należy jednak pamiętać, że przedmiotem badania były przedsiębiorstwa rodzinne działające na rynku NewConnect, czyli najczęściej podmioty średniej wielkości, które odniosły sukces. Nie można stwierdzić, że są to typowe polskie przedsiębiorstwa rodzinne. Z tego powodu uogólnianie otrzymanych wyników na całą populację polskich przedsiębiorstw rodzinnych nie jest możliwe. W związku z tym wydaje się, że powinno się przeprowadzić pogłębione badania w tym zakresie w grupie przedsiębiorstw zarówno działających, jak i niekorzystających z rynku kapitałowego.

Bibliografia

- Ampenberger M., Bennedsen M., Zhou H. (2012), *The Capital Structure of Family Firms* [w:] H. Zhou (red), *Essays on Family Firms*, Copenhagen Business School, Kopenhaga.
- M. Ampenberger, T. Schmid, A.K. Achleitner, C.H. Kaserer, (2009), *Capital structure decisions in family firms – empirical evidence from bank-based economy*, CEFS Working Paper Series 2009-05, Technische Universitat Munchen, Monachium.
- Bjuggrenp O., Duggal R., Giang D.T. (2011), *Ownership Dispersion and Capital Structures in Family firms: A study of closed medium sized enterprises*, Ratio Working paper NO. 175, Stockholm.
- Błach J. (2009), *Ewolucja teorii struktury kapitału*, „Finanse: czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN”, nr 1(1).
- Damodaran A. (2007), *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice.
- Ellul A. (2008), *Control Motivations and Capital Structure Decisions*, <http://papers.ssrn.com> [20 lutego 2015].
- Gajdka J., Walińska E. (1998), *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
- King M.R., Santor E. (2007), *Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms*, Bank of Canada Working Paper 2007-40, Ottawa.
- Kowalewski O., Talavera O., Stetsyuk I. (2010), *Influence of Family Involvement In Management and Ownership on Firm Performance: Evidence From Poland*, „Family Business Review”, 23(1).

Łach K. (2012), *Kierunki badań nad determinantami struktury kapitału przedsiębiorstw w Polsce*, Zeszyty Naukowe nr 12, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Kraków.

Lopez-Garcia J., Sanchez-Andujar S. (2007), *Financial Structure of the Family Business: Evidence From a Group of Small Spanish Firms*, "Family Business Review", vol. XX, no. 4.

Martyniuk O., Gierusz A. (2014), *Capital structure and the profitability of Polish Family Firms listed on the alternative market* [w:] S. Hittmar, *The selected Problems for the Development Support of Management Knowledge Base*, Theory of Management 7, University of Zilina, Zilina.

Poczyk W. (2013), *Przedsiębiorstwa rodzinne w otoczeniu globalnym. Analiza porównawcza ekspansji międzynarodowej firm rodzinnych i nierodzinnych z rynku NewConnect*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.

Prędkiewicz K., Prędkiewicz P. (2014), *Wybrane determinant struktury kapitału mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 802 Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 65 (2014), Szczecin.

Romano C.A., Tanewski G.A., Smyrnios K.X. (2001), *Capital structure decision making: a model for family business*, "Journal of Business Venturing", nr 16, Nowy Jork.

Vieira E.S., (2013), *Capital Structure Determinants in the Context of Family Firms*, Edis – Publishing Institution of the University of Zilina, Advanced Research in Scientific Areas, December, vol. 2, Zilina.

Zellweger T. (2006), *Risk, return and value in the family firm*, St. Gallen: University of St. Gallen.