

Marcin Kawko

# Finansowanie i struktura kapitałowa przedsiębiorstw rodzinnych

**Przedsiębiorczość rodzinna jest obszarem rosnącego zainteresowania naukowców, teoretyków, inwestorów, polityków oraz praktyków biznesu. Firmy rodzinne bardzo często są wiodącymi graczami na rynkach, na których działają.**

Firmy rodzinne wyróżniają się przede wszystkim kreowaniem wartości dla swych udziałowców, tworzeniem wielu stanowisk pracy oraz stabilną sytuacją finansową, wyprzedzając w tych aspektach swych nierodzinnych konkurentów. Ponadto, w obecnej gospodarce światowej, charakteryzującej się niezwykle zmiennością, cechy takie jak zorientowanie na długookresowy rozwój, elastyczność, nastawienie na jakość produktów i usług, znaczenie i wartość marki, relacje z klientami, dbałość o pracowników i finansowanie oparte na cierpliwym kapitale, zapewniają firmom rodzinnym znaczącą przewagę konkurencyjną.

Niniejszy artykuł traktuje o źródłach finansowania działalności oraz dalszego rozwoju firm rodzinnych. Przedstawiona w nim została struktura kapitałowa oraz polityka dywidend, która w podmiotach rodzinnych motywowana jest często względami osobistymi oraz wartościami, jakimi kieruje się rodzina założyciela przedsiębiorstwa. Opracowanie ma na celu ukazanie specyfiki finansowania przedsiębiorstw rodzinnych, a także zwrócenie uwagi na istotne czynniki,

które sprawiają, iż podmioty takie w wielu aspektach uznane mogą zostać przez zewnętrznych interesariuszy za posiadające wyższy potencjał inwestycyjny niż ich nierodzinni konkurenci rynkowi.

Ze względu na ograniczone ramy artykułu oraz krótki horyzont czasowy badań przedsiębiorczości rodzinnej w Polsce, praca powstała w oparciu o analizę głównie zagranicznych źródeł książkowych i publikacji naukowych, będących w znacznej mierze dorobkiem badaczy amerykańskich oraz zachodnioeuropejskich. Istniejący stan rzeczy stwarza istotne pole do wnikliwych badań, obejmujących swym zasięgiem rynek polski oraz rynki państw sąsiedzkich, takich jak np. Czechy, Słowacja, Rumunia, Węgry, Bułgaria czy państwa nadbałtyckie.

## Finansowanie firm rodzinnych

Badania bazujące na rankingu *"The Global 1000"* serwisu Bloomberg, przeprowadzone w latach 90. XX w., wykazały ogromny wpływ przedsiębiorstw rodzinnych na rozwój zarówno gospodarki amerykańskiej, jak i gospodarki światowej. W firmach rodzinnych, w stosunku do podmiotów nierodzinnych, odnotowane zostały (McConaughy, 1994):

- wyższe marże zysku,
- szybsze tempo wzrostu,
- wyższy poziom sprzedaży oraz przepływów pieniężnych na jednego pracownika,

- bardziej stabilne wynagrodzenia,
- większy udział kapitału reinwestowanego w przedsiębiorstwie.

Powyższe badania potwierdzają tezę, że upowszechnianie formuły biznesu rodzinnego może stanowić sytuację *win-win*, zarówno w ujęciu mikroekonomicznym (procesów zachodzących wewnątrz przedsiębiorstwa) jak i w ujęciu makro (czyli procesów zachodzących w gospodarce). Firmy rodzinne są korzystnymi finansowo strukturami organizacyjnymi, przyczyniającymi się w dużym stopniu do budowania bogactwa narodu.

Między firmami rodzinnymi i nierodzinnymi zaobserwować można wiele różnic w aspekcie pozyskiwania i wykorzystywania zasobów, a zwłaszcza zasobów finansowych. Specyfika podejścia firm rodzinnych do zarządzania finansami determinowana jest bardzo silnym pragnieniem przetrwania oraz zachowania firmy w rękach rodziny za wszelką cenę. Ta cecha w dużym stopniu przyczynia się do ukształtowania charakterystycznej postawy w kwestii wyboru źródeł finansowania działalności biznesowej oraz formowania struktury kapitałowej przedsiębiorstwa.

Według D.G. Sirmona oraz M.A. Hitta (2003), perspektywa długookresowa, jaka charakteryzuje zdecydowaną większość przedsiębiorstw rodzinnych, może w istotny sposób wpływać na decyzje finansowe podejmowane w takich podmiotach gospodarczych. W opinii tych badaczy, dążenie do zapewnienia długotrwałości biznesu rodzinnego wywołuje w nich zainteresowanie tzw. cierpliwym kapitałem (*patient capital*). Jest to kapitał, który z założenia ma służyć rozwojowi przedsiębiorstwa i przynosi zwrot z inwestycji w odległym horyzoncie czasowym. Najczęściej mianem tym określane są zyski zatrzymywane w przedsiębiorstwie, które określają jego zdolność do samofinansowania działalności. Jako że w większości współczesnych gospodarek

generowanie tego typu kapitału nie jest praktyką powszechną, wskazana cecha firm rodzinnych może stanowić znaczącą przewagę konkurencyjną tego typu podmiotów gospodarczych.

Kapitał cierpliwy nie jest dla firm rodzinnych jedynym dostępnym źródłem zasobów finansowych. Istnieje kilka innych sposobów pozyskania przez nie środków finansowych, często niedostępnych dla firm nierodzinnych. Najważniejszy kapitał tego typu nazwany został przez R.L. Sorensona i L. Biermana (2009) kapitałem rodzinnym. Jego podstawową rolą nie jest jednak zapewnianie płynności finansowej firmy, toteż nie będzie on przedmiotem analizy w niniejszym artykule.

Istnieje również szereg źródeł finansowania dostępnych dla firm rodzinnych i będących jednocześnie osiągalnymi dla firm nierodzinnych. W literaturze przedmiotu dzielone są one na ogół na źródła wewnętrzne, zewnętrzne oraz finansowanie dłużne. F.M. de Visscher (2011) wymienia następujące sposoby pozyskiwania kapitału przez zarządzających przedsiębiorstwami rodzinnymi:

- finansowanie wewnętrzne: inwestycje przyjaciół oraz członków rodziny, pozyskiwanie funduszy z efektywizacji procesów wewnątrz firmy – np. cięcie kosztów, zyski zatrzymane, leasing,
- finansowanie dłużne: kredyty i pożyczki bankowe, pożyczki od znajomych i członków rodziny, inne pożyczki – np. od instytucji państwowych lub przez emisję obligacji korporacyjnych,
- finansowanie zewnętrzne: aniołowie biznesu, fundusze *venture capital*, partner strategiczny, IPO – sprzedaż akcji firmy na giełdzie papierów wartościowych.

Coraz powszechniejszym źródłem finansowania działalności i rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw są fun-

duże *venture capital* (VC) oraz *private equity* (PE). Nie jest to jednak popularne rozwiązanie wśród firm rodzinnych, które przyjmując za główny cel utrzymanie kontroli nad przedsiębiorstwem, nie chcą zbywać części udziałów na rzecz inwestorów zewnętrznych, charakteryzujących się dodatkowo najczęściej ukierunkowaniem na osiągnięcie krótkoterminowego zysku i dalszej odsprzedaży posiadanych udziałów. Mimo wielu zalet funduszy VC i PE, pośród których wymienić można chociażby łatwy i szybki dostęp do dużych zasobów gotówki, doświadczenie menedżerskie kierujących funduszami czy szerokie kontakty oraz powiązania biznesowe z innymi spółkami w portfelach funduszy, firmy rodzinne w momencie zaistnienia potrzeb finansowych znacznie częściej preferują finansowanie dłużne w postaci kredytów bankowych (Zhang, et al., 2012).

Finansowanie dłużne, w szczególności w zestawieniu z kapitałem prywatnym, odznacza się jednym głównym czynnikiem, sprawiającym, iż jest ono atrakcyjne dla firm rodzinnych – nie powoduje zmniejszenia liczby udziałów w przedsiębiorstwie pozostających w rękach rodziny. W ten sposób właściciele firm rodzinnych wyzbywają się dodatkowego problemu, jakim są w firmie *outsiderzy*, jednocześnie zapewniając sobie stabilne źródło finansowania.

W przypadku firm rodzinnych, kolejną korzyścią korzystania z długu jest jego niższy koszt w stosunku do firm nierodzinnych. Banki oraz inne instytucje finansowe są skłonne do obniżania kosztu długu firmom rodzinnym z kilku względów. Po pierwsze, tego typu jednostki gospodarcze, podobnie jak instytucje kredytujące, preferują inwestycje charakteryzujące się mniejszym ryzykiem, nie występują tu zatem koszty agencyjne. Kolejnym istotnym aspektem jest fakt, iż firmy rodzinne przykładają wielką wagę do

reputacji, w związku z czym stają się bardziej wiarygodne dla banków i innych instytucji zewnętrznych. Ponadto, ważnym wyróżnikiem firm rodzinnych są relacje między członkami rodziny, którzy zawsze wspierają się w trudnych sytuacjach, co jeszcze bardziej obniża – z punktu widzenia instytucji kredytującej – ryzyko upadku przedsiębiorstwa lub niespłacenia zaciągniętego długu (Chua, et al., 2009).

Czynnikiem determinującym preferencję finansowania wewnętrznego oraz – w drugiej kolejności – dłużnego nad finansowaniem zewnętrznym, zdaniem C.A. Romano (2001), są również wielkość i wiek firmy. Zauważa on, iż koszt finansowania zewnętrznego jest dla mniejszych firm znacząco wyższy, dlatego firmy takie starają się w jak największej części pokrywać zapotrzebowanie na kapitał własnymi zyskami. Charakteryzują się one również niższą płynnością, rzadko wchodzi na giełdę, mają niższy wskaźnik dźwigni finansowej oraz polegają w znacznej mierze na kredytach bankowych oraz kupieckich. F. Chittenden (Chittenden, Hull, Hutchinson, 1996) wyjaśnia, iż wielkość firmy ma wpływ na wybór źródeł finansowania przede wszystkim z uwagi na znacznie mniejszy dostęp małych i średnich firm do rynków kapitałowych, w związku z którym zmuszone są one szukać innych źródeł pozyskiwania kapitału. Nawet w przypadku, gdy firmy są w stanie pozyskać finansowanie zewnętrzne, jego koszt wzrasta z powodu potrzeby zwiększenia wydatków na monitorowanie i przekazywanie kredytodawcom dodatkowych informacji o stanie i kondycji przedsiębiorstwa.

Zarówno F. Chittenden, jak i C.A. Romano zaznaczają w swych pracach, że istnieje także drugi czynnik determinujący wybór źródeł finansowania przez firmy rodzinne, jakim jest wiek tychże przedsiębiorstw. Zdaniem obu naukowców, w początkowym stadium rozwoju firma zaspokaja swe potrzeby kapitałowe korzystając z

finansowania wewnętrznego, jednak wraz ze wzrostem złożoności jej struktur oraz zasięgu działalności, źródło to staje się niewystarczające, stąd pojawia się potrzeba wykorzystania finansowania dłużnego. Po osiągnięciu przez firmę rodzinną odpowiedniego poziomu rozwoju łatwiejszy staje się dla niej dostęp do finansowania zewnętrznego, zatem stopniowo ten kanał pozyskiwania kapitału zyskuje na ważności. Przyczynia się do tego również cecha specyficzna dla firm rodzinnych – stopniowa profesjonalizacja kadry zarządczej podczas przekazywania przedsiębiorstwa w ręce kolejnych pokoleń rodziny założyciela. O ile podczas sprawowania zarządu nad firmą przez samego założyciela większość decyzji jest podejmowana jednoosobowo, o tyle kolejne pokolenia właścicieli dążą do przekazywania obowiązków zarządczych wyspecjalizowanym menedżerom, którzy wykazują większą skłonność do korzystania z kapitału zewnętrznego (de Visscher, et al., 2011).

Raport zespołu doradców firm rodzinnych KPMG (2014) wskazuje na jeszcze jedno potencjalne źródło finansowania przedsiębiorstw rodzinnych, które do tej pory nie uzyskało szerokiego uznania spośród tych podmiotów. Są to mianowicie *High-Net-Worth Individuals* (HNWI), czyli osoby dysponujące majątkiem powyżej 1 mln USD. Kryzys światowych banków inwestycyjnych w 2008 r. zwrócił uwagę na niestabilność oraz ryzyko jakie niesie za sobą sektor bankowy, zmuszając jednocześnie wiele podmiotów do zwrócenia uwagi na inne źródła finansowania. Na tym tle wyróżniły się przedsiębiorstwa rodzinne, które ze względu na swą specyfikę, wyrażającą się przede wszystkim zorientowaniem na stabilny długoterminowy rozwój, stały się niezwykle interesującym celem inwestycyjnym bogatych osób prywatnych, które w odniesieniu do swego majątku osobistego cechowały się większą awersją do ryzyka.

Raport specjalistów KPMG wykazał, iż wbrew powszechnej opinii, wiele firm rodzinnych szuka obecnie finansowania zewnętrznego. Jednocześnie wyniki badań potwierdzają, że znacznie bardziej pożądanym jest kapitał długoterminowy. W ten sposób właściciele firm rodzinnych chcą pogodzić nieznaczną utratę udziałów w firmie z pozyskaniem dodatkowych funduszy na rozwój oraz ekspansję przedsiębiorstwa. Kolejną korzyścią takiego rozwiązania jest wkład merytoryczny wnoszony do spółki przez kapitałodawców, ze szczególnym uwzględnieniem ich doświadczenia i szerokich kontaktów biznesowych. Powyższą konstatację potwierdzają wyniki badań europejskich i amerykańskich firm rodzinnych, mówiące, iż jedynie 13 proc. takich podmiotów szuka inwestorów biernych, 57 proc. oczekuje wsparcia oraz rad i ekspertyz ze strony doświadczonych biznesmenów, zaś 30 proc. firm gotowych jest powierzyć takiemu inwestorowi miejsce w zarządzie spółki. Również sami inwestorzy wykazują coraz większe zainteresowanie alokacją swego majątku w podmioty rodzinne, czego główną zaletą jest zwiększenie dywersyfikacji ich portfeli inwestycyjnych o stabilne aktywa, które nastawione są na przynoszenie zysku w perspektywie długoterminowej. Konkluzja powyższego raportu pozwala stwierdzić, iż źródło pozyskiwania kapitału jakim są HNWI, będzie w najbliższych latach zyskiwać na znaczeniu, przede wszystkim spośród firm rodzinnych, poszukujących stabilnego kapitału umożliwiającego ich dalszy rozwój.

Wśród wymienionych powyżej źródeł finansowania nie zostały uwzględnione środki finansowe, jakie firmy pozyskać mogą z dotacji rządowych oraz pochodzące ze środków Unii Europejskiej. Dopiero bowiem w ostatnim czasie firmy rodzinne uwzględnione zostały w działaniach takich instytucji, jak na przykład Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości. Warty wspomnienia jest m.in. konkurs

*Sukcesja w firmach rodzinnych*, w ramach którego przedstawiciele sektora MŚP uzyskać mogli wsparcie na dofinansowanie projektów szkoleniowych lub doradczych. Pula środków konkursowych wyniosła 20 milionów złotych, co prowadzi jednak do wniosku, iż jest to dopiero początek zorganizowanego wsparcia działalności firm rodzinnych ze strony instytucji publicznych.

Analizując finansowanie działalności przedsiębiorstw – również rodzinnych – należy zwrócić szczególną uwagę na jedną z głównych potrzeb inwestycyjnych we współczesnej gospodarce, jaką jest wzrost innowacyjności. Wsparciem w tym zakresie są niewątpliwie rozwiązania wprowadzane przez Komisję Europejską w ramach wielu programów związanych z polityką strukturalną, jak np. Program Inteligentny Rozwój, będący podstawą finansowania licznych przedsięwzięć pobudzających i rozwijających innowacyjność małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce. Narzędziami wykorzystywanymi przez ten i podobne programy są: kredyty, pożyczki, dotacje, leasing i faktoring, sekurytyzacja czy też ulgi podatkowe. Dostępność większości tego typu instrumentów finansowych ogranicza się jednak często do większych firm o ugruntowanej pozycji rynkowej i odpowiednim zabezpieczeniu finansowym, w związku z czym są one wciąż stosunkowo rzadko wykorzystywane przez polskie firmy rodzinne (Klimek, Żelazko, et al., 2015), wśród których zdecydowana większość to podmioty małe i średnie.

### **Struktura kapitałowa firm rodzinnych**

Pochodną wyboru źródeł finansowania przedsiębiorstwa jest jego struktura kapitałowa, która wraz z polityką dywidend jest głównym obszarem decyzji zarządczych w obszarze finansów przedsiębiorstwa. Od tego, czy przedsiębiorstwo akumuluje zyski czy wypłaca je w formie

dywidendy, zależy dostępność najważniejszego źródła finansowania firm rodzinnych – zysków zatrzymanych. Zarówno strukturę kapitałową, jak i politykę dywidend kształtują te same czynniki, spośród których wymienić można: koszty pogorszenia sytuacji finansowej przedsiębiorstwa (*costs of financial distress*), regulacje podatkowe czy też koszty agencyjne.

Zgodnie z teorią struktury kapitałowej, dla przedsiębiorstw rodzinnych szczególne znaczenie mają możliwe koszty pogorszenia sytuacji finansowej, wynikające z teorii substytucji (*trade-off-theory*), mówiącej o tym, że zwiększanie zadłużenia prowadzi do wzrostu zagrożenia niewypłacalnością. Głównym powodem istoty tego problemu właśnie dla takich jednostek gospodarczych jest fakt, że sytuacje kryzysowe w firmach rodzinnych miałyby ujemny wpływ na niedostatecznie zdywersyfikowany kapitał rodzinny. Ponadto, ewentualne postępowanie upadłościowe nadszarpnęłoby reputację rodziny, która jest niezwykle ważnym aspektem dla firm rodzinnych. W związku z powyższym należałoby się spodziewać, że przedsiębiorstwa rodzinne wykazywać będą niższy poziom zadłużenia niż firmy nierodzinne, aby zmniejszyć prawdopodobieństwo zaistnienia *costs of financial distress* (Andres, 2008).

Kolejną teorią aplikowalną na grunt przedsiębiorstw rodzinnych jest teoria hierarchii źródeł finansowania. Zgodnie z nią, firmy rodzinne wykazują wyższy wskaźnik kapitału własnego niż firmy nierodzinne z powodu unikania kapitału obcego, natomiast w odniesieniu do ograniczania pozyskiwania zewnętrznego kapitału własnego możliwy jest niższy wskaźnik kapitału własnego w takich przedsiębiorstwach. Z perspektywy teorii hierarchii źródeł finansowania nie można zatem bezpośrednio określić specyficznej struktury kapitałowej przedsiębiorstw w ogólności oraz przedsiębiorstw rodzinnych w szczególności (Myers, 1984).

Struktura taka uzależniona jest od wielu czynników, takich jak miejsce prowadzenia biznesu, wiek przedsiębiorstwa, poziom złożoności jego struktur zarządczych czy liczba pracowników.

Podsumowując powyższe stwierdzić można, że ujemne oddziaływanie na rodzinę kosztów pogorszenia sytuacji finansowej przemawia za niższym poziomem zadłużenia przedsiębiorstw rodzinnych, z drugiej jednak strony niższe koszty pozyskania kapitału obcego skłaniają właścicieli takich firm do jego zwiększania (Pernsteiner, Węclawski, 2016). Jeśli zaś chodzi o terminowość finansowania obcego, w literaturze znaleźć można przede wszystkim argumenty przemawiające za preferencją długoterminowego finansowania obcego pośród firm rodzinnych. Jako przyczyny podaje się obawę właścicieli przedsiębiorstw rodzinnych przed wyższym ryzykiem refinansowania i tym samym większym ryzykiem niewypłacalności kredytów krótkoterminowych w przypadku braku chęci ich prolongowania ze strony banku oraz mniejszą siłę konfliktów agencyjnych w firmach rodzinnych – w porównaniu z firmami nierodzinnymi – będących jednym z głównych powodów korzystania z bardziej elastycznego długu krótkoterminowego, pozwalającego na łagodzenie tego typu problemów (Mishra, McConaughy, 2009).

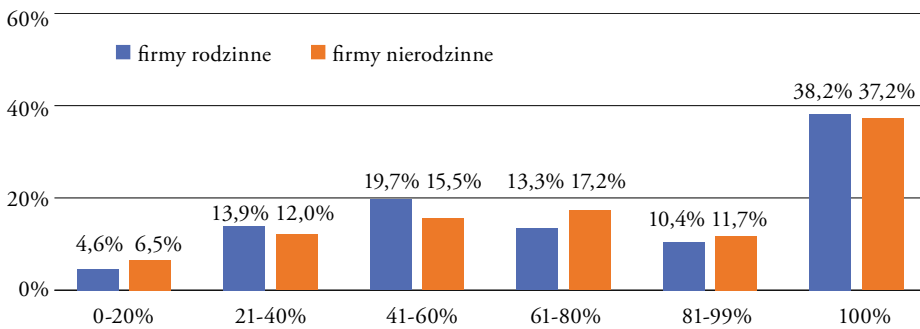
Jak zostało wspomniane wcześniej, wyniki badań naukowców zajmujących się tematyką przedsiębiorczości rodzinnej nie pozwalają na jednoznaczne określenie standardowej struktury kapitałowej firm rodzinnych. Różni się ona przede wszystkim geograficznie, dlatego badania prowadzone w różnych państwach interpretować można na wiele sposobów. Badanie przeprowadzone na amerykańskich spółkach giełdowych (Mishra, McConaughy, 2009) wykazało ich niższe zadłużenie w stosunku do firm nierodzinnych działających na tym rynku. Autorzy badania wskazują jednocześnie na fakt, iż

przedsiębiorstwa rodzinne w mniejszym stopniu korzystają z krótkoterminowego kapitału dłużnego, przede wszystkim ze względu na wyższe ryzyko niewypłacalności. Analiza małych i średnich firm w Wielkiej Brytanii (Poutziouris, 2002) wykazała z kolei ich tendencję do krótkotrwałego finansowania działalności kapitałem obcym. Na niższe zadłużenie firm rodzinnych wskazują badania niemieckich rodzinnych spółek giełdowych. Jako główny powód takiego stanu rzeczy podawane jest dążenie rodziny do unikania intensywnego monitoringu ze strony kredytodawców w zorientowanym bankowo niemieckim systemie finansowym.

Naukowcy niemieccy wykazali jednocześnie sytuację odwrotną dla firm z obszaru wschodnioazjatyckiego oraz z niektórych państw europejskich. Również inne badania prowadzone na firmach rodzinnych notowanych na giełdach w kilku państwach europejskich (Crocini, et al., 2011) nie tylko potwierdziły tezę o wyższym zadłużeniu przedsiębiorstw rodzinnych niż podmiotów nierodzinnych, lecz dodatkowo wykazały, że firmy rodzinne zadłużają się w dużej mierze przez długoterminowy kapitał obcy. Autorzy badań sytuację tę tłumaczą ograniczonym występowaniem konfliktów agencyjnych w tych firmach oraz uznawaniem przez kredytodawców firm rodzinnych jako bardziej ryzykownych.

Niewiele badań zostało przeprowadzonych w odniesieniu do struktury kapitałowej polskich przedsiębiorstw rodzinnych. O. Kowalewski (2010) podaje wprawdzie informację o znacząco wyższym zadłużeniu polskich przedsiębiorstw rodzinnych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, jednak wyniki te poparte są badaniami o ograniczonym zasięgu, przeprowadzonymi jedynie na spółkach giełdowych, które stanowią zdecydowaną mniejszość polskich firm rodzinnych. W celu przedstawienia

### Rysunek 1 Wskaźnik kapitału własnego w 2013 r. wśród małych i średnich firm rodzinnych i nierodzinnych w Polsce



Źródło: H. Pernsteiner, J. Węclawski (2016), s. 78.

szerszego zakresu problematyki pośród ogółu polskich firm rodzinnych odwołać się można do obserwacji J. Węclawskiego, poczynionych na małych i średnich przedsiębiorstwach rodzinnych działających na polskim rynku.

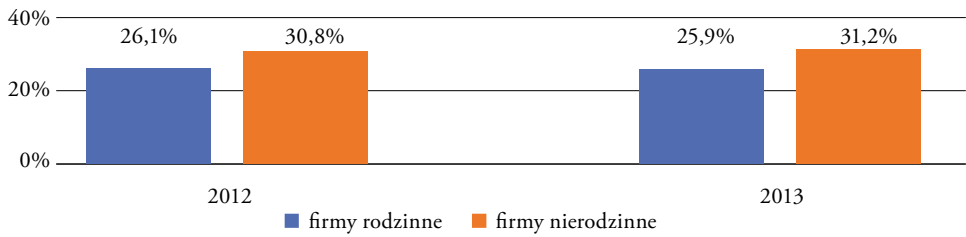
Obserwacje te częściowo potwierdzają wnioski badań I.A. Strebulaeva oraz B. Yanga (2013) na amerykańskich firmach rodzinnych, którzy wskazali, iż przedsiębiorstwa rodzinne mają wyższy udział wśród podmiotów o całkowitym finansowaniu kapitałem własnym niż inne spółki. Badania J. Węclawskiego (2016) wykazały, iż w Polsce w 2013 r. odsetek przedsiębiorstw rodzinnych całkowicie finansowanych kapitałem własnym wynosił 38,2 proc. – rysunek 1 (w 2012 r. – 38,3 proc.), zaś przedsiębiorstw nierodzinnych – 37,2 proc. (w 2012 r. – 37 proc.). Powyższe wyniki w ogólnym zarysie przedstawiają charakterystykę problemu, jednak różnica ta nie jest statystycznie istotna, co nie pozwala na wyciągnięcie jednoznacznych wniosków.

Także w pozostałym zakresie nie można dostrzec istotnych różnic między firmami rodzinnymi i nierodzinnymi. Średni wskaźnik udziału kapitału własnego w obu grupach przedsiębiorstw osiągnął w 2013 r. wysoką wartość zbliżoną do 73 proc. Wyniki te stoją w sprzeczności ze wspomnianymi powyżej stwierdzeniami O. Kowalewskiego, zgodnie z którymi polskie firmy rodzinne wykazują znaczą-

co wyższy wskaźnik zadłużenia. Znaczenie może mieć w tym przypadku różnica grup badawczych, gdyż badania O. Kowalewskiego przeprowadzane były na polskich spółkach giełdowych, zaś w grupie badawczej J. Węclawskiego tego typu podmioty to jedynie ok. 6 proc. analizowanych firm. Można zatem potwierdzić tezę, iż duże firmy rodzinne prowadzące operacje gospodarcze w Polsce wykazują wyższy wskaźnik zadłużenia niż podmioty nierodzinne podobnej wielkości, zaś w przypadku firm małych i średnich różnica ta nie jest zauważalna.

Badając strukturę kapitału polskich przedsiębiorstw pod kątem wymaganego terminu zwrotu pozyskanych środków, J. Węclawski stwierdza, iż polskie przedsiębiorstwa preferują finansowanie krótkoterminowe (rysunek 2), jednocześnie unikając długoterminowych kredytów bankowych. Oznacza to preferencję kredytów kupieckich, zauważalną również wśród podmiotów notowanych na giełdzie. Przyczyn takiego stanu rzeczy naukowcy dopatrują się w wysokich kosztach długoterminowych kredytów bankowych oraz w słabo rozwiniętym rynku obligacji przedsiębiorstw. Mimo ponownego braku istotności statystycznej wyników, badania sugerują również niższy średni udział długoterminowego kapitału obcego w całkowitym zadłużeniu w firmach rodzinnych, co prezentuje rysunek 2.

## Rysunek 2 Udział długoterminowego kapitału obcego w całkowitym kapitale obcym w małych i średnich przedsiębiorstwach rodzinnych i nierodzinnych w Polsce w 2013 roku



Źródło: H. Pernsteiner, J. Węclawski (2016), s. 79.

### Polityka dywidend w firmach rodzinnych

Już w 1961 r., jedni z najbardziej wpływowych naukowców zajmujących się finansami przedsiębiorstw – M.H. Miller i F. Modigliani – wykazali, iż polityka dywidend nie jest na rynku kapitałowym istotnym kryterium oceny wartości przedsiębiorstwa (Miller, Modigliani, 1961). Wcześniej wykazano jednak, że menedżerowie dążą do stabilizacji wypłat dywidend i z reguły unikają redukcji ich poziomu, obiecując sobie przez to lepszą ocenę przedsiębiorstwa przez rynek (Lintner, 1956). F.H. Easterbrook (1984) wskazuje dwie istotne funkcje dywidend: redukcję zadłużenia przez menedżerów wykazujących awersję do ryzyka oraz kontrolę i monitoring decyzji menedżerów przez rynek w przypadku konieczności pozyskiwania dodatkowego finansowania wywołanego wypłaceniem zysków przedsiębiorstwa w dywidendzie. Wypłata dywidendy jest tym samym środkiem do ograniczenia wolnych przepływów pieniężnych (*free cash flows*), które menedżerowie mogliby wykorzystać do inwestycji w projekty, potencjalnie niosące dodatkowe ryzyko dla firmy i w konsekwencji obniżające jej wartość rynkową.

Jak podsumowuje S. C. Myers (1984), również z hierarchii źródeł finansowania – mimo, iż nie dotyczy ona bezpośrednio wypłat dywidend – wnioskować można, że menedżerowie dążą do utrzymania wypłat dywidend na stałym poziomie.

Jednocześnie, wypłaty te kształtowane są przez nich w taki sposób, by swą wysokością nie zaburzały finansowania działalności przedsiębiorstwa, dla którego często istotnym źródłem kapitału rozwojowego są zyski zatrzymane.

Na podstawie teorii hierarchii źródeł finansowania poczynić można również założenie, że przedsiębiorstwa dążą do ustalania stałych dywidend oraz ograniczania ich wysokości, w celu uniknięcia konieczności poszukiwania finansowania na rynku kapitałowym. Argument ten winien dotyczyć firm rodzinnych w jeszcze większym stopniu, gdyż finansowanie na rynku kapitałowym związane jest w ich przypadku z wyższymi kosztami oraz zagrożeniem utraty wyłącznej kontroli nad przedsiębiorstwem rodziny założyciela. Naukowcy wskazują zatem na fakt, iż przedsiębiorstwa rodzinne w coraz większym stopniu skłaniają się ku akumulacji zysków (Blanco-Mazagatos, et al., 2007).

W badaniach naukowców zajmujących się finansami przedsiębiorstw potwierdzone zostało, że wyższy udział we własności firmy menedżerów spoza rodziny założyciela, skutkuje wypłatami niższych dywidend, co spowodowane jest niższymi kosztami agencji między właścicielem a menedżerami (Rozeff, 1982). W związku z tym, zważając na specyfikę relacji właściciel – menedżer w firmach rodzinnych, należałoby się spodziewać mniejszego efektu dyscyplinującego wysokich wypłat dywidend na menedżerów przed-



siębiorstw rodzinnych, co z kolei powinno prowadzić do zmniejszenia znaczenia stabilności polityki dywidend prowadzonej przez te przedsiębiorstwa. Z drugiej strony, teoretycznie wyższe dywidendy w przedsiębiorstwach rodzinnych posłużyć mogą łagodzeniu konfliktów agencyjnych występujących na linii główny właściciel – udziałowcy mniejszościowi, jak również pomiędzy przedstawicielami rodziny zaangażowanymi w zarządzanie przedsiębiorstwem oraz tymi jedynie posiadającymi w nim udziały, co w konsekwencji przemawia za stabilną polityką dywidend w tego rodzaju podmiotach gospodarczych (Pindado, et al., 2012).

Kolejnym argumentem za stabilnym poziomem wypłat dywidend w firmach rodzinnych jest fakt, iż znaczna część właścicieli takich przedsiębiorstw finansuje z wypłat zysków własne koszty utrzymania. Argument ten jest tym bardziej uzasadniony, że przedsiębiorcy tacy często obawiają się zbycia jakichkolwiek udziałów w firmie, zatem wpływy z dywidend pozostają ich jedynym źródłem utrzymania. W tym miejscu ważną rolę odgrywa cykl życia przedsiębiorstwa rodzinnego. Założyciele w pierwszym pokoleniu nierzadko rezygnują z wypłaty dywidend, przeznaczając całość zysków przedsiębiorstwa na jego dalszy wzrost i ekspansję. Wraz z rozwojem firmy stabilizuje się ich styl życia, zaczynają sobie zatem pozwalać na wypłacanie większej części zysków służących podtrzymaniu tegoż nowego poziomu życiowego. Konflikt pojawić się może w momencie przekazania władzy, gdyż młodsze pokolenie ponownie chce aktywnie rozwijać przedsiębiorstwo, poświęcając na ten cel swój udział w dywidendzie, jednak utrzymujący częściową kontrolę i własność przedstawiciele starszej generacji wykazują odmienne podejście do tej kwestii (DeAngelo, 2009).

Badania polityki dywidend firm rodzinnych – podobnie jak w przypadku struktury kapitału – skupiły się w prze-

ważającej części na podmiotach dużych, najczęściej notowanych na giełdzie, w związku z czym nie można wyciągnąć z nich jednoznacznych wniosków dla ogółu przedsiębiorstw rodzinnych. Niemniej, warto przytoczyć wyniki najważniejszych badań prowadzonych na spółkach w różnych częściach świata.

Analiza firm operujących na rynku chińskim, przeprowadzona przez T.T. He i jego współpracowników (2012) wykazała, iż chińskie firmy rodzinne cechują się niższymi wypłatami dywidend niż przedsiębiorstwa kontrolowane przez państwo, jednocześnie realizując znacznie mniej niż one stabilną politykę dywidendy. D. Isakov i J.P. Weisskopf (2015) stwierdzają z kolei, że przedsiębiorstwa rodzinne notowane na giełdzie w Zurychu wykazują wyższą skłonność do wypłat dywidendy, co badacze tłumaczą przede wszystkim dążeniem rodzin do uzyskiwania środków na pokrywanie kosztów życia oraz troską o reputację familii.

Badania przeprowadzone na szerszą skalę na spółkach rodzinnych z kilku państw europejskich pozwalają jednoznacznie stwierdzić, iż firmy rodzinne notowane na giełdach w analizowanych państwach cechuje wyższa wypłacalność dywidend przy jednoczesnej wyższej skłonności do stabilnej polityki dywidend prowadzonej w celu ograniczenia konfliktów agencyjnych (Pindado, et al., 2012). Na tym tle wyróżnia się rynek niemieckich firm rodzinnych, które według badań niemieckich naukowców prowadzą bardzo aktywną politykę dywidend, co związane jest z dużym znaczeniem tego źródła pozyskiwania środków pieniężnych w strukturze bieżących dochodów członków rodziny będących właścicielami. Jednocześnie, w badaniach podkreślona jest uwaga, zgodnie z którą firmy, na które wpływ wywiera więcej niż jedno pokolenie rodziny, wykazują wyższą skłonność do wypłacania dywidend niż

przedsiębiorstwa zdominowane wciąż przez założycieli (Schmid, et al., 2010).

Odmienne wyniki badań odnotowali badacze analizujący spółki austriackie. K. Gugler (2003) wykazał, iż bazując na danych obejmujących mieszaną próbę losową składającą się z mniejszych przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie oraz większych spółek zawartych w wiedeńskim indeksie giełdowym ATX, można stwierdzić, że austriackie przedsiębiorstwa rodzinne nie tylko dokonują niższych wypłat dywidend niż ich nierodzinni konkurenci, ale również realizują mniej stabilną politykę dywidend. Konkluzją badań jest konstatacja, iż jedynie udział członków rodziny we własności ma istotny wpływ na wysokość wypłacanych dywidend, natomiast ich uczestnictwo w strukturach zarządczych tylko w niewielkim stopniu wpływa na stabilność polityki dywidend. Badania potwierdzają zatem niższą skłonność austriackich przedsiębiorstw rodzinnych do prowadzenia aktywnej polityki wypłaty dywidend.

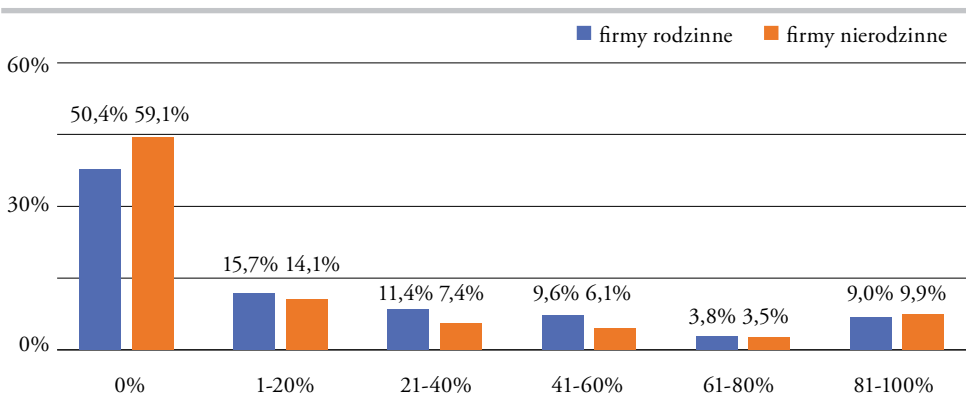
Polityka dywidend polskich firm rodzinnych, podobnie jak struktura ich kapitału, jest obszarem, nad którym badania rozpoczęto dopiero w ostatnich latach, w związku z czym wciąż niewiele jest opracowań traktujących o tej tematyce. W związku z tym, ponownie w niniejszej pracy przytoczone oraz przeanalizowane zostaną wyniki badań J. Węclawskiego

(2016) na małych i średnich przedsiębiorstwach w Polsce, przeprowadzone w 2014 r.

Wspomniane badania wskazują na wysoki udział przedsiębiorstw, które w 2012 i 2013 r. zupełnie zrezygnowały z wypłat dywidendy, co dowodzi dużego znaczenia zysków zatrzymanych w strukturze finansowania polskich firm. Zauważalnie wyższy jest udział przedsiębiorstw nierodzinnych w ogóle firm niewypłacających dywidend (w 2013 r. 59,1 proc. firm nierodzinnych *versus* 50,4 proc. biznesów rodzinnych). Również stopy wypłacanych dywidend są stosunkowo niskie. Przeciętna stopa dywidend w firmach rodzinnych wyniosła w 2013 r. 22,1 proc., zaś w przedsiębiorstwach nierodzinnych – 19,7 proc., przy czym różnica ta jest statystycznie istotna.

Potwierdzają to również wcześniejsze badania O. Kowalewskiego (2008), których wynikiem była widocznie niższa stopa dywidendy polskich przedsiębiorstw w porównaniu z przedsiębiorstwami z rynków rozwijających się (ang. *emerging markets*) oraz rynków rozwiniętych. Wyniki te stoją w sprzeczności z wynikami badaczy austriackich, którzy wykazali, iż – zarówno w przypadku małych i średnich firm rodzinnych, jak i dużych podmiotów notowanych na giełdzie w Wiedniu – przedsiębiorstwa rodzinne wykazują skłonność do wypłaty niższych dywidend niż przedsiębiorstwa rodzinne (Dick, 2015).

**Rysunek 3 Stopa dywidendy w firmach rodzinnych i nierodzinnych w 2013 r. w Polsce**



Badania J. Węclawskiego skupiły się także na uzyskaniu odpowiedzi na pytanie, czy polskie firmy z sektora MŚP starają się utrzymywać stosunkowo stały poziom wypłat dywidend. W tym aspekcie nieznacznie większym udziałem odpowiedzi twierdzących wykazały się firmy rodzinne, co w pewnym stopniu potwierdza wyniki badań prowadzonych na spółkach europejskich przez J. Pindado i jego współpracowników (2012), które wskazały na bardziej stabilną politykę dywidend przedsiębiorstw rodzinnych.

Podsumowując swe badania, jako główne przyczyny znacząco wyższych wypłat dywidend oraz stabilniejszej polityki dywidendy, J. Węclawski podaje próbę ograniczania konfliktów agencyjnych z udziałowcami mniejszościowymi oraz konfliktów wewnątrzrodzinnych, a także znaczenie środków pieniężnych pochodzących z dywidend w pokrywaniu bieżących kosztów życia właścicieli będących członkami rodziny. Zważając jednocześnie na fakt, iż ponad 80 proc. ankietowanych firm nie wykazała żadnych udziałowców mniejszościowych, argument ten można pominąć, zwracając tym samym szczególną uwagę na dwa pozostałe, które przedstawić można jako determinanty polityki dywidend polskich przedsiębiorstw rodzinnych.

## Podsumowanie

Konkludując kwestię finansowania i struktury kapitałowej firm rodzinnych należy zauważyć, iż przedsiębiorstwa takie na ogół preferują finansowanie działalności oraz inwestycji z zysków zatrzymanych, dopiero w dalszej kolejności otwierając się na finansowanie dłużne oraz w ostateczności na kapitał zewnętrzny. Znacznie ogranicza to możliwości

zwiększenia skali przedsięwziętych inwestycji, czego dalszymi pochodnymi są: obniżenie pozycji konkurencyjnej firm rodzinnych na rynku, limitacja możliwości ekspansji – również międzynarodowej – a także pojawienie się trudności z wyceną udziałów w przedsiębiorstwie, która niezbędna jest w przypadku chęci ich odsprzedaży przez członków rodziny niezainteresowanych dalszym uczestnictwem we własności firmy (Mandl, 2008).

Wartym uwagi źródłem finansowania działalności firm – wciąż rzadko wykorzystywanym przez firmy rodzinne – pozostają osoby prywatne dysponujące majątkiem powyżej 1 miliona USD, czyli tzw. *High-Net-Worth Individuals* (HNWI). W świetle coraz częstszych zawirowań na rynkach finansowych, poszukują one możliwości stabilnych inwestycji, czego potencjalnie idealnym przedmiotem wydają się być właśnie firmy rodzinne.

Co się zaś tyczy polityki dywidend można stwierdzić, iż niższe i mniej stabilne dywidendy w firmach rodzinnych wynikać mogą z mniej licznych konfliktów agencyjnych między właścicielami i menedżerami, niż ma to miejsce w firmach nierodzinnych. Podobny wpływ na poziom wypłat pieniężnych może mieć preferencja finansowania działalności firmy z zysków zatrzymanych oraz niechęć do kapitału zewnętrznego. Z drugiej jednak strony, właściciele biznesów rodzinnych są niejako skazani na stabilny poziom wypłaty dywidend, z uwagi na fakt, iż są one znaczącym źródłem finansowania ich kosztów utrzymania. Ogólnie należy zatem stwierdzić, że przedsiębiorstwa rodzinne wykazują skłonność do wypłaty stabilnych lub wyższych dywidend, nawet jeśli prowadzić to może do konfliktów wewnątrzrodzinnych (Pernsteiner, Węclawski, 2016).

## Bibliografia:

1. Andres C. (2008), *Large shareholders and firm performance: An empirical examination of founding-family ownership*, "Journal of Corporate Finance", No. 14.

2. Blanco-Mazagatos V., et al. (2007), *The trade-off between financial resources and agency costs and the family business: An Exploratory study*, "Family Business Review", No. 20.
3. Chittenden F., Hall G., Hutchinson P. (1996), *Small firm growth, access to capital markets and financial structure: Review of issues and an empirical investigation*, "Small Business Economics", Vol. 8.
4. Chua J.H., Chrisman J.J., Kellermanns F., Wue Z. (2009), *Family involvement and new venture debt financing*, "Journal of Business Venturing", p. 1-17.
5. Croci E., et al. (2011), *Family control and financing decisions*, "European Financial Management", T. 17, No. 5.
6. DeAngelo H., et al. (2009), *Corporate payout policy*, "Foundations and Trends in Finance", T. 3, No. 2-3.
7. de Visscher F.M., Aronoff C.E., Ward J.L. 2011, *Financing Transitions Managing Capital and Liquidity in the Family Business*, Palgrave Macmillan.
8. Dick M. (2015), *Family influence and dividend policy: Evidence form two bank-based economies*, "Journal of International Business and Economics", T. 15, No. 2.
9. Easterbrook F.H. (1984), *Two agency-cost explanations of dividends*, "The American Economic Review", T. 74, No. 4.
10. Gugler K. (2003), *Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R & D, and capital investment*, "Journal of Banking and Finance", No. 27.
11. He T.T., et al. (2012), *Dividends behavior in state – versus family-controlled firms: Evidence from Hong Kong*, "Journal of Business Ethics", T. 110, No. 1.
12. Isakov D., Weisskopf J.P. (2015), *Pay-out policies in founding family firms*, "Journal of Corporate Finance", No. 33.
13. Klimek J., Żelazko B. (red.) (2015), *Innowacyjność firm rodzinnych – uwarunkowania i przejawy*, Warszawa, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej.
14. Kowalewski O., et al. (2008), *Does corporate governance determine dividend payouts in Poland?*, "Post-Communist Economies", T. 20.
15. Kowalewski O., et al. (2010), *Influence of family involvement in management and ownership on firm performance: Evidence from Poland*, "Family Business Review", No. 23.
16. KPMG (2014), *Family matters. Financing Family Business growth through individual investors*, KPMG International, Amstelveen.
17. Lintner J. (1956), *Distributions of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes*, "The American Economic Review", T. 46, No. 2.
18. Mandl I. (2008), *Overview of Family Business Relevant Issues. Final Report*, Austrian Institute for SME Research, Wiedeń.
19. McConaughy D. (1994), *Founding Family-Controlled Corporations: An Agency-Theoretic Analysis of Corporate Ownership and its Impact upon Performance, Operating Efficiency and Capital Structure. Doctoral dissertation*, University of Cincinnati, Cincinnati.
20. Miller M. H., Modigliani F. (1961), *Dividend policy, growth, and the valuation of shares*, "The Journal of Business", No. 34.
21. Mishra C. S., McConaughy D. L. (1999), *Founding family control and capital structure: The risk of loss of control and the aversion to debt*, "Entrepreneurship: Theory and Practice", No. 23.
22. Myers S.C. (1984), *The capital structure puzzle*, "The Journal of Finance", No. 39.
23. Pernsteiner H., Węclawski J. (2016), *Finansowanie i corporate governance w przedsiębiorstwach rodzinnych*, Warszawa, Wyd. C. H. Beck.
24. Pindado J., et al. (2012), *Do family firms use dividend policy as a governance mechanism? Evidence from the euro zone*, "Corporate Governance: An International Review", T. 20.
25. Poutziouris P. (2002), *The financial affairs of small family companies*, in: *Understanding the Small Family Business*, Fletcher D.E. (ed.), London, Routledge.

26. Romano C.A., Tanewski G.A., Smyrniotou K.X. (2001), *Capital structure decision making: A model for family business*, "Journal of Business Venturing", Vol. 16.
27. Rozeff M.S. (1982), *Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios*, "Journal of Financial Research", No. 5.
28. Schmid T., et al. (2010), *Controlling shareholders and payout policy: Do founding families have a special 'taste for dividends'?*, "CEFS Working Paper Series", No. 2009-05.
29. Sirmon D.G., Hitt M.A. (2003), *Managing Resources: Linking Unique Resources, Management, and Wealth Creation in Family Firms*, "Entrepreneurship Theory and Practice", Vol. 27.
30. Sorenson R.L., Bierman L. (2009), *Family Capital, Family Business, and Free Enterprise*, "Family Business Review", No. 22.
31. Strebulaev I.A., Yang B. (2013), *The mystery of zero-leverage firms*, "Journal of Financial Economics", No. 109.
32. Zhang X., Venus J., Wang Y. (2012), *Family ownership and business expansion of small- and medium-sized Chinese family businesses: The mediating role of financing preference*, "Journal of Family Business Strategy", Vol. 3.

---

Mgr **Marcin Kawko**, doktorant, Instytut Przedsiębiorstwa, Szkoła Główna  
Handlowa w Warszawie