

dr Justyna Bogolebska
Uniwersytet Łódzki
Wydział Zarządzania
Katedra Zarządzania Finansami
Przedsiębiorstwa
e-mail: justyna.bogolebska@uni.
lodz.pl
ORCID: 0000-0002-3730-1849

Profile internacjonalizacji polskich spółek

Internationalization profiles of Polish companies

Słowa kluczowe:
internacjonalizacja, struktura
kapitału, rentowność, spółki
giełdowe, analiza klastrów

Streszczenie: Celem artykułu jest zbadanie relacji między internacjonalizacją działalności polskich spółek giełdowych a ich wynikami finansowymi oraz określenie, w jakim stopniu udział finansowania obcego modyfikuje tę zależność. Podjęcie tematu uzasadnia potrzeba identyfikacji warunków, w których umiędzynarodowienie działalności prowadzi do trwałej poprawy rentowności, a nie jedynie wzrostu ryzyka finansowego. W badaniu wykorzystano dane panelowe spółek notowanych na GPW. Analizowano trzy miary wyników finansowych (ROA, ROE, ROS), intensywność sprzedaży zagranicznej oraz udział finansowania obcego w kapitale ogółem. Wyniki potwierdzają, że związek między internacjonalizacją a wynikami finansowymi jest warunkowy i nieliniowy. Trwałe korzyści z ekspansji zagranicznej osiągają przede wszystkim podmioty o umiarkowanym zadłużeniu, dużej skali działalności i stabilnych procesach operacyjnych. Nadmierne dźwignia finansowa osłabia wpływ umiędzynarodowienia na ROE i zwiększa ryzyko utraty rentowności. Wnioski te wspierają teorie „trade-off” i „pecking order”, wskazując na konieczność zrównoważonego finansowania ekspansji. Wyniki mają wymiar praktyczny – sugerują, że skuteczna internacjonalizacja wymaga nie tylko dostępu do kapitału, lecz także dojrzałości organizacyjnej i zdolności zarządzania ryzykiem finansowym.

Keywords:
internationalization, capital
structure, profitability, listed
companies, cluster analysis

Abstract: The article examines the relationship between the internationalization of Polish listed companies and their financial performance, focusing on how the share of foreign financing modifies this relationship. The study addresses the need to identify conditions under which international expansion improves profitability rather than increasing financial risk. Panel data from companies listed on the Warsaw Stock Exchange were used. Financial performance was measured by ROA, ROE, and ROS, while internationalization was captured by export

status and the share of foreign sales. The capital structure was assessed through the share of foreign financing in total capital. The results show that the relationship between internationalization and performance is conditional and non-linear. Sustainable benefits from internationalization occur mainly in firms with moderate leverage, large scale, and stable operations. Excessive debt weakens the positive impact of foreign expansion on ROE and increases financial risk. These findings support the trade-off and pecking order theories, emphasizing the need for balanced financing of international growth. From a managerial perspective, successful internationalization requires both access to capital and organizational maturity that enables effective risk management.

JEL:
F23, G32, L25, C38

Wprowadzenie

Punktem wyjścia rozważań jest relacja między poziomem internacjonalizacji przedsiębiorstw, ich strukturą kapitałową a osiąganymi wynikami finansowymi. Proces umiędzynarodowienia działalności wpływa zarówno na profil kosztów, jak i ryzyko operacyjne, obejmując m.in. nakłady związane z wejściem na nowe rynki, koszty adaptacji do lokalnych warunków instytucjonalnych oraz ekspozycję na ryzyko kursowe. Jednocześnie internacjonalizacja stwarza możliwość realizacji efektów skali, dywersyfikacji przychodów oraz akumulacji wiedzy i doświadczenia, co w dłuższej perspektywie może sprzyjać poprawie efektywności operacyjnej. Struktura kapitału – w szczególności poziom wykorzystania długu – determinuje natomiast koszt kapitału oraz wrażliwość przepływów pieniężnych na wahania wyników finansowych. Celem niniejszego badania jest ocena związku między internacjonalizacją a wynikami finansowymi polskich spółek giełdowych. Analiza obejmuje weryfikację, czy wielkość przedsiębiorstwa i skala sprzedaży zagranicznej sprzyjają m.in. rentowności. W związku z tym sformułowano następujące pytania badawcze:

- P1. Czy status eksportera wiąże się z wyższą rentownością (ROA, ROE, ROS)?
- P2. W jaki sposób udział finansowania obcego wpływa na wyniki finansowe?
- P3. Czy wielkość przedsiębiorstwa i skala sprzedaży zagranicznej sprzyjają rentowności?

Do analizy wykorzystano dane panelowe spółek notowanych w Polsce. Zmiennymi zależnymi są ROA, ROE i ROS. Internacjonalizację mierzono zarówno statusem eksportera (gdzie status eksportera oznacza, że w raportach danej spółki znajdują się informacje o poziomie eksportu w danym roku, natomiast brak takich informacji wskazuje na działalność przedsiębiorstwa wyłącznie na krajowym rynku), jak i poziomem sprzedaży zagranicznej. Struktura finansowania była oceniana poprzez udział finansowania obcego w kapitale ogółem. W celu diagnozy heterogeniczności profili spółek przeprowadzono analizę wyróżnionych grup przedsiębiorstw funkcjonujących na polskim ryn-

ku giełdowym. Proces ten obejmował standaryzację zmiennych, zastosowanie analizy głównych składowych (PCA) do wizualizacji oraz algorytmu K-means do klasyfikacji spółek w wyróżnione klastry.

Przegląd literatury

Badania nad relacją między internacjonalizacją a wynikami finansowymi przedsiębiorstw wskazują, że proces umiędzynarodowienia nie przynosi jednoznacznych i natychmiastowych efektów ekonomicznych. W literaturze wyróżnia się dwa główne podejścia do tego zagadnienia: pierwsze akcentuje pozytywny wpływ umiędzynarodowienia na rentowność i rozwój przedsiębiorstw dzięki efektom skali oraz uczeniu się organizacyjnemu, podczas gdy drugie podkreśla, że nadmierna ekspansja zagraniczna może prowadzić do spadku efektywności z powodu wzrostu kosztów i ryzyka finansowego.

L. Pacheco [2019], na przykładzie portugalskich małych i średnich przedsiębiorstw przemysłowych, wykazał, że związek między internacjonalizacją a wynikami finansowymi ma charakter nieliniowy. W początkowych fazach ekspansji zagranicznej firmy ponoszą wysokie koszty operacyjne, co prowadzi do spadku rentowności. Dopiero po osiągnięciu odpowiedniej skali działalności efekty internacjonalizacji stają się trwałe i pozytywne. Wcześniejsze badania L. Pacheco [2016] dotyczące struktury kapitału portugalskich przedsiębiorstw potwierdziły, że umiarkowane zadłużenie sprzyja ekspansji międzynarodowej, podczas gdy nadmierna dźwignia finansowa obniża efektywność działalności zagranicznej.

M. Witek-Hajduk [2013] badała polskie przedsiębiorstwa we wczesnej fazie internacjonalizacji. Autorka zauważa, że wczesne wejście na rynki zagraniczne wiąże się z pogorszeniem wyników finansowych w krótkim okresie, głównie z powodu wysokich kosztów wejścia, braku doświadczenia oraz ograniczonej zdolności wykorzystania efektów skali. Dopiero w późniejszym etapie, po ustabilizowaniu procesów i zdobyciu doświadczenia rynkowego, internacjonalizacja prowadzi do poprawy efektywności ekonomicznej.

Z kolei E. Baranowska-Prokop i T. Sikora [2018] analizują zależność między wskaźnikami internacjonalizacji a percepcją sukcesu w polskich firmach wcześniej umiędzynarodowionych. Ich badania pokazują, że sukces nie jest prostą funkcją skali ekspansji, lecz zależy od sposobu zarządzania internacjonalizacją. Firmy, które stopniowo rozwijają działalność zagraniczną i zachowują równowagę między rynkiem krajowym a eksportowym, postrzegają swoje wyniki jako bardziej satysfakcjonujące niż te, które rozwijają się zbyt szybko.

Ważnym uzupełnieniem tych wniosków są prace V. Fredricha, S. Gudergana i R.B. Bounckena [2022], które pokazują, że internacjonalizacja prowadzi do wzrostu tylko wtedy, gdy firma posiada zdolności – w szczególności wysoki poziom inwestycji

w badania i rozwój (R&D) oraz intensywną współpracę z partnerami zewnętrznymi. Wyniki te wpisują się w nurt badań opartych na koncepcji zasobów (Resource-Based View), zgodnie z którą przewagę konkurencyjną w działalności międzynarodowej budują zasoby trudne do imitacji, takie jak wiedza, innowacyjność i zdolność adaptacji.

Z perspektywy finansowej istotne są również ustalenia A.B. Tulcanazy Prieto i Y. Lee [2019], którzy zbadali determinanty struktury kapitału w dużych firmach koreańskich. Autorzy wykazali, że zarówno czynniki wewnętrzne (rentowność, płynność, struktura aktywów), jak i zewnętrzne (dostępność kredytu, poziom rozwoju rynku finansowego) wpływają na poziom zadłużenia przedsiębiorstw. Badania te potwierdzają, że optymalna struktura kapitału jest kluczowym warunkiem utrzymania stabilnych wyników w działalności międzynarodowej.

Fundamentalne znaczenie dla zrozumienia procesów internacjonalizacji ma również klasyczny model J. Johansona i J.E. Vahlne [1977]. Autorzy przedstawili koncepcję stopniowego uczenia się organizacji w trakcie ekspansji zagranicznej. Według ich modelu przedsiębiorstwa zwiększają swoje zaangażowanie na rynkach międzynarodowych w miarę zdobywania wiedzy i doświadczenia, co pozwala ograniczać ryzyko i poprawiać efektywność. To ujęcie teoretyczne pozostaje aktualne i dobrze tłumaczy obserwacje empiryczne z nowszych badań – zarówno L. Pacheco [2019], jak i V. Fredricha i współautorów [2022].

W literaturze dotyczącej internacjonalizacji przedsiębiorstw podkreśla się, że jej wpływ na wyniki finansowe nie jest jednoznaczny, a efekty umiędzynarodowienia zależą od szeregu czynników wewnętrznych, w tym struktury kapitału, poziomu dojrzałości organizacyjnej oraz efektywności finansowej. W klasycznych ujęciach teoretycznych internacjonalizacja postrzegana jest jako proces etapowy, w którym firmy stopniowo zwiększają zaangażowanie na rynkach zagranicznych w miarę zdobywania doświadczenia i zasobów [Johanson, Vahlne, 1977]. W początkowych fazach ekspansji, przedsiębiorstwa często napotykają na tzw. „liability of foreignness” [Zaheer, 1995], czyli dodatkowe koszty wynikające z braku znajomości lokalnych uwarunkowań, ryzyka walutowego i odmiennych regulacji. Badania empiryczne [Rugman, Verbeke, 2004; Contractor, 2007] wskazują, że pozytywne efekty umiędzynarodowienia pojawiają się głównie w przedsiębiorstwach o odpowiednim poziomie kapitału finansowego i organizacyjnego, które są w stanie wykorzystać przewagi skali i doświadczenia. W tym kontekście umiędzynarodowienie sprzyja wzrostowi efektywności, natomiast nadmierna ekspansja przy ograniczonych zasobach może prowadzić do spadku rentowności.

Zależność między internacjonalizacją a wynikami finansowymi jest również silnie powiązana ze strukturą finansowania działalności. Według koncepcji „trade-off theory” [Kraus, Litzenberger, 1973] przedsiębiorstwa dążą do optymalnego poziomu zadłużenia, który równoważy korzyści podatkowe wynikające z długu z kosztami ryzyka finansowego. „Pecking order theory” [Myers, Majluf, 1984] natomiast zakłada, że firmy pre-

ferują finansowanie wewnętrzne, ograniczając zadłużenie w sytuacjach podwyższonej niepewności. Empiryczne badania [Frank, Goyal, 2009] potwierdzają, że przedsiębiorstwa o wyższym ryzyku utrzymują niższe wskaźniki zadłużenia, co pozwala ograniczać zmienność wyników finansowych. Z kolei inne badania [Fazzari i in., 1988] wskazują, że ograniczony dostęp do kapitału zewnętrznego może prowadzić do nadmiernego wykorzystania długu, zwiększając wrażliwość firm na wahania koniunktury. W kontekście umiędzynarodowienia oznacza to, że sukces ekspansji zagranicznej wymaga nie tylko wzrostu sprzedaży, ale również odpowiedniego poziomu kontroli kosztów finansowych i utrzymania stabilnej struktury kapitałowej. Wyniki badań Lu i Beamisha [2004] oraz Hitta i in. [2006] potwierdzają, że internacjonalizacja może stanowić źródło przewagi konkurencyjnej jedynie w przedsiębiorstwach o zrównoważonym finansowaniu i wysokiej efektywności finansowej, podczas gdy w pozostałych przypadkach staje się czynnikiem zwiększającym ryzyko finansowe.

Zastosowane metody

Próba badawcza obejmuje spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Analiza ma charakter panelowy i obejmuje lata 2010–2023. Ostatecznie w próbie uwzględniono 435 spółek, co daje 4300 obserwacji typu „spółka-rok”. Panel ma charakter zbilansowany. Dane finansowe wykorzystane do konstrukcji wskaźników (ROA, ROE, ROS, udział finansowania obcego w kapitałach ogółem, rotacja aktywów, log (aktywa)) pochodzą z bazy Thomson Reuters. Zmienna „status eksportera” została zdefiniowana następująco: spółka jest klasyfikowana jako eksporter w danym roku, jeżeli w jej raportach występuje informacja o sprzedaży zagranicznej (wartościowej lub udziałowej); brak takiej informacji oznacza działalność ograniczoną do rynku krajowego.

Aby zapewnić porównywalność wyników oraz ograniczyć wpływ obserwacji skrajnych, usunięto obserwacje z brakami w kluczowych zmiennych. Wszystkie zmienne użyte w analizie klastrowej zostały uprzednio standaryzowane, co umożliwia porównania spółek o odmiennej skali działania i pochodzących z różnych sektorów.

Do klasyfikacji przedsiębiorstw zastosowano metodę K-średnich (K-means), która grupuje obserwacje w jednorodne klastry. Metoda ta jest szczególnie przydatna w badaniach finansowych, ponieważ pozwala tworzyć jednorodne grupy spółek o podobnej strukturze wskaźników ekonomicznych, bez narzucania z góry ich liczby i charakteru. Aby ułatwić interpretację wyników oraz ograniczyć problem współliniowości między wskaźnikami, zastosowano dodatkowo analizę głównych składowych (PCA). Dzięki niej uzyskano syntetyczne wymiary opisujące wspólne wzorce zmienności w danych finansowych. Do klastrowania włączono siedem zmiennych finansowych i operacyjnych o kluczowym znaczeniu dla oceny kondycji i ekspansji międzynarodowej spółek (tabela 1).

Tabela 1. Wskaźniki finansowe

ROA (Return on Assets)	Miernik efektywności wykorzystania aktywów
ROE (Return on Equity)	Stopa zwrotu dla właścicieli kapitału
ROS (Return on Sales)	Rentowność sprzedaży – marża operacyjna
Udział finansowania obcego	Miara dźwigni finansowej i ryzyka finansowego
Asset turnover	Efektywność wykorzystania aktywów w generowaniu przychodów
INTERNATIONAL SALES	Wartość sprzedaży zagranicznej – intensywność internacjonalizacji
log (Aktywa)	Miara skali przedsiębiorstwa i jego potencjału rozwojowego

Źródło: opracowanie własne.

Wszystkie zmienne zostały uprzednio standaryzowane, co umożliwiło porównywanie firmy różnej wielkości i z różnych sektorów.

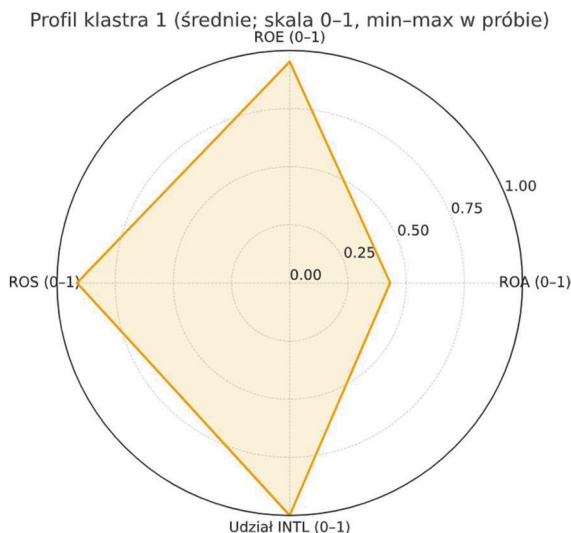
Analiza klastrów przedsiębiorstw według poziomu internacjonalizacji i wyników finansowych

Celem przeprowadzonej analizy klastrowej było zidentyfikowanie grup przedsiębiorstw o podobnych cechach w zakresie **wyników finansowych oraz stopnia internacjonalizacji**. Zastosowanie tego podejścia pozwala uchwycić współzależności między różnymi wymiarami działalności międzynarodowej, takimi jak efektywność wykorzystania aktywów, poziom zadłużenia czy skala sprzedaży zagranicznej (eksportu). Analiza klastrów umożliwia empiryczne zobrazowanie procesu internacjonalizacji poprzez wyodrębnienie homogenicznych grup firm różniących się skalą działalności międzynarodowej, mierzoną wskaźnikiem udziału eksportu w przychodach ogółem.

Wyniki analizy klastrów

Na podstawie analizy klastrów wyodrębniono cztery grupy, z których każda reprezentuje odmienny model internacjonalizacji i strukturę finansowania przedsiębiorstwa.

Klaster 1 (wykres 1) obejmuje grupę przedsiębiorstw o bardzo wysokim stopniu internacjonalizacji, co oznacza, że znacząca część ich działalności operacyjnej odbywa się na rynkach zagranicznych. Firmy te są silnie zaangażowane w eksport, co potwierdza najwyższy poziom wskaźnika „Udział INTL” (wskaźnik udziału eksportu w przychodach ogółem). Taka pozycja wskazuje, że przedsiębiorstwa z tego klastra dysponują rozbudowaną infrastrukturą międzynarodową, doświadczeniem w obsłudze rynków zewnętrznych oraz prawdopodobnie korzystają z efektów skali i dywersyfikacji geograficznej przychodów.

Wykres 1. Spółki zakwalifikowane do klastra 1

Źródło: opracowanie własne.

Pod względem wyników finansowych klaster ten wyróżnia się najwyższym poziomem rentowności kapitału własnego (ROE), co sugeruje efektywne wykorzystanie zasobów właścicieli i wysoką stopę zwrotu z inwestycji. Jednocześnie rentowność sprzedaży (ROS) jest również relatywnie wysoka, wskazując na przewagę konkurencyjną w zakresie marż. Rentowność aktywów (ROA) jest natomiast nieco niższa niż pozostałe wskaźniki, co sugeruje, że część kapitału zaangażowanego w aktywa może być mniej produktywna – być może ze względu na większą skalę działalności lub wysokie koszty utrzymania struktury zagranicznej.

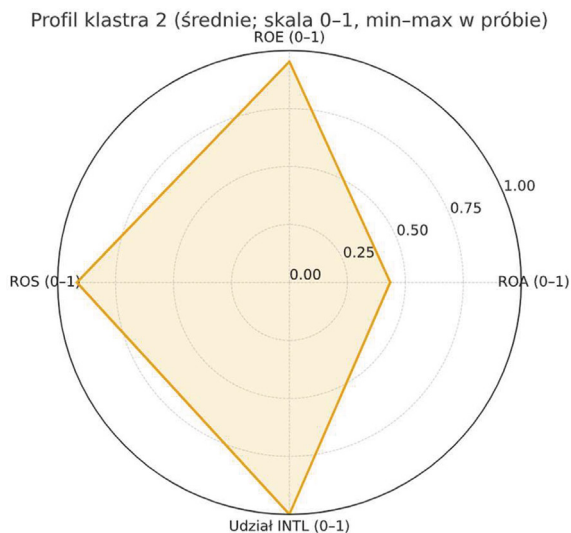
Klaster 1 można określić jako grupę dużych, międzynarodowych przedsiębiorstw o wysokiej pozycji zagranicznej i bardzo dobrych wynikach finansowych. Firmy te najprawdopodobniej mają ustabilizowaną pozycję na rynkach międzynarodowych i potrafią efektywnie wykorzystywać swoją obecność zagraniczną do generowania zysków. Jednocześnie relatywnie niższa wartość ROA sugeruje, że ich model działalności wymaga znacznego zaangażowania kapitałowego, typowego dla firm o charakterze kapitałochłonnym, np. w branżach przemysłowych, energetycznych czy surowcowych.

Klaster 2 (wykres 2) obejmuje przedsiębiorstwa o bardzo wysokim poziomie internacjonalizacji, podobnie jak klaster 1. Wskaźnik „Udział INTL” osiąga maksymalne wartości, co oznacza, że działalność eksportowa stanowi kluczowy filar modelu biznesowego tych firm. Przedsiębiorstwa działają na wielu rynkach i posiadają doświadczenie

w eksporcie, co sprzyja utrzymywaniu stabilnych przychodów nawet w warunkach zmienności otoczenia krajowego.

Wyniki finansowe wskazują na bardzo dobrą kondycję firm w tym klastrze. Wskaźnik rentowność kapitału własnego (ROE) jest najwyższy w całej próbie, co świadczy o wyjątkowo efektywnym wykorzystaniu kapitału właścicieli i wysokiej zdolności generowania zysków. Wskaźnik rentowność sprzedaży (ROS) również utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie, co sugeruje silną pozycję konkurencyjną i zdolność do utrzymywania wysokich marż. Z kolei wskaźnik rentowności aktywów (ROA) jest umiarkowany, co może wynikać z intensywnego wykorzystania aktywów lub większego zaangażowania kapitału w działalność operacyjną. Klaster 2 można określić jako grupę dojrzałych, silnie umiędzynarodowionych i rentownych przedsiębiorstw, które skutecznie przekształcają swoją obecność zagraniczną w przewagę finansową. Firmy te mają zrównoważony profil ryzyka i wysoką efektywność finansową, funkcjonując w sektorach o wysokiej wartości dodanej, gdzie know-how, marka i relacje z klientami odgrywają kluczową rolę w utrzymaniu konkurencyjności.

Wykres 2. Spółki zakwalifikowane do klastra 2

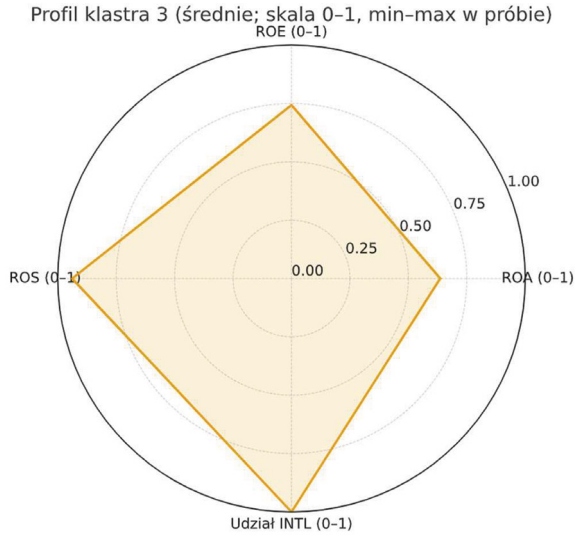


Źródło: opracowanie własne.

Klaster 3 (wykres 3) obejmuje przedsiębiorstwa o bardzo wysokim poziomie internacjonalizacji i jednocześnie zrównoważonych wynikach finansowych. Wysoki „Udział INTL” wskazuje na silne zaangażowanie w działalność eksportową, co może oznaczać obecność na wielu rynkach zagranicznych, rozwinięte sieci dystrybucji i doświadczenie

w operowaniu w zróżnicowanych otoczeniach regulacyjnych. Ich ekspansja międzynarodowa ma prawdopodobnie charakter strategiczny, oparty na długoterminowym budowaniu relacji i marki, a nie na krótkoterminowych przewagach kosztowych.

Wykres 3. Spółki zakwalifikowane do klastra 3



Źródło: opracowanie własne.

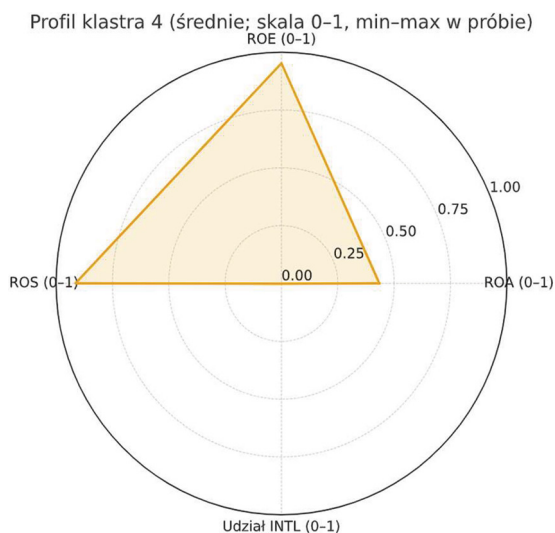
Pod względem wyników finansowych przedsiębiorstwa z tego klastra charakteryzują się dobrą równowagą pomiędzy wskaźnikami ROA, ROE i ROS. Wskaźnik ROS jest relatywnie wysoki, co świadczy o zdolności do utrzymywania marż w działalności podstawowej. Wskaźnik ROE jest dobry, a wskaźnik ROA utrzymuje się na umiarkowanym poziomie, co świadczy o efektywnym, choć niezbyt agresywnym, wykorzystaniu zasobów. Taki profil wskazuje na firmy, które są finansowo stabilne i potrafią skutecznie łączyć wzrost z rentownością.

Klaster 3 można więc interpretować jako grupę przedsiębiorstw o zrównoważonym profilu rozwoju międzynarodowego, osiągających wysoką efektywność operacyjną bez nadmiernego ryzyka finansowego. To prawdopodobnie firmy średniej lub dużej wielkości, o ugruntowanej pozycji rynkowej, działające w branżach, gdzie umiędzynarodowienie jest naturalnym kierunkiem ekspansji, np. w sektorze dóbr konsumpcyjnych, usług B2B czy technologii przemysłowych.

Klaster 4 (wykres 4) obejmuje przedsiębiorstwa o bardzo niskim poziomie internacjonalizacji, których działalność koncentruje się głównie na rynku krajowym. Udział firm eksportujących w tej grupie jest minimalny, co sugeruje, że ekspansja zagraniczna

nie stanowi istotnego elementu ich strategii rozwoju. Firmy te funkcjonują prawdopodobnie w sektorach o ograniczonych możliwościach internacjonalizacji lub charakteryzują się silnym uzależnieniem od krajowego popytu i warunków gospodarczych.

Wykres 4. Spółki zakwalifikowane do klastra 4



Źródło: opracowanie własne.

Pod względem wyników finansowych przedsiębiorstwa z klastra 4 osiągają relatywnie dobre wyniki w zakresie rentowności sprzedaży (ROS) i rentowności kapitału własnego (ROE), co może wskazywać na efektywne zarządzanie kosztami oraz sprawne wykorzystanie kapitału właścicieli. Wskaźnik ROA pozostaje jednak umiarkowany, co może wynikać z ograniczonej skali działalności lub niższej efektywności wykorzystania majątku trwałego. Z kolei brak ekspozycji na rynki zagraniczne ogranicza możliwości dywersyfikacji przychodów, zwiększając wrażliwość tych firm na wahania koniunktury w gospodarce krajowej.

Klaster 4 można interpretować jako grupę stabilnych, krajowo zorientowanych przedsiębiorstw, które osiągają zadowalające wyniki finansowe mimo braku aktywności międzynarodowej. Ich siła leży prawdopodobnie w lokalnej specjalizacji, znajomości rynku i bliskich relacjach z klientami, natomiast potencjalnym ograniczeniem rozwoju może być brak doświadczenia w ekspansji zagranicznej i niższa odporność na wstrząsy makroekonomiczne w kraju.

W celu pogłębionej analizy zróżnicowania przedsiębiorstw pod względem kondycji finansowej oraz stopnia internacjonalizacji przeprowadzono procedurę grupowania

(klastrowania), której wyniki przedstawiono w tabeli 2. Podejście to pozwala wyodrębnić grupy firm o podobnych cechach ekonomiczno-finansowych, umożliwiając precyzyjniejszą interpretację zależności między internacjonalizacją a wynikami finansowymi. Klasyfikacja przedsiębiorstw do poszczególnych klastrow została dokonana na podstawie trzech wskaźników rentowności (ROA, ROE, ROS) oraz zmiennej opisującej udział w działalności eksportowej. Dodatkowo, dla pełniejszego scharakteryzowania profilu każdej grupy, uwzględniono miary struktury finansowania i efektywności operacyjnej, tj. udział finansowania obcego i wskaźnik rotacji aktywów.

Przedstawienie wyników w formie tabeli pozwala syntetycznie porównać kluczowe charakterystyki poszczególnych klastrow oraz zidentyfikować różnice w poziomie internacjonalizacji, zadłużenia i rentowności. Dzięki temu możliwe jest wskazanie grup przedsiębiorstw osiągających lepsze wyniki finansowe przy umiędzynarodowieniu działalności, a także tych borykających się z problemami wynikającymi z nadmiernej dźwigni lub ograniczonej ekspozycji na rynki zagraniczne. Tabela 2 pełni więc funkcję analitycznego podsumowania i stanowi punkt wyjścia do dalszej interpretacji zależności między strukturą finansowania, efektywnością wykorzystania aktywów a poziomem internacjonalizacji w badanej próbie przedsiębiorstw. Jest to istotne uzupełnienie, ponieważ w klastrach uwzględniono wartości średnie wyników finansowych poszczególnych przedsiębiorstw zakwalifikowanych do danego klastra.

Tabela 2. Charakterystyka klastrow z uwzględnieniem danych finansowych

Klaster	ROA	ROE	ROS	Udział finansowania obcego	Asset turnover	log (Aktywa)
1	-1,628	-1,370	-88,716	1,00	0,580	4,708
2	0,055	0,150	0,493	0,512	1,150	5,455
3	106,321	-716,981	512,118	1,00	1,138	3,381
4	-0,096	0,159	-70,179	0,618	0,884	5,208

Źródło: opracowanie własne.

Analiza czterech klastrow przedsiębiorstw pozwala wyodrębnić wyraźnie odmienne profile finansowe i poziomy internacjonalizacji.

Klaster 1 obejmuje firmy o bardzo słabych wynikach finansowych i maksymalnym poziomie zadłużenia (udział finansowania obcego = 1). Ujemne wartości ROA, ROE i ROS wskazują na strukturalne problemy z rentownością oraz zdolnością do obsługi zobowiązań. Niska efektywność wykorzystania aktywów (0,58) potwierdza, że są to jednostki o ograniczonej produktywności i wysokim ryzyku finansowym.

Klaster 2 skupia przedsiębiorstwa o stabilnych wynikach finansowych i zrównoważonej strukturze kapitału. Rentowność aktywów (ROA = 0,055) i kapitału własnego

(ROE = 0,150) są dodatnie, a umiarkowany udział finansowania obcego (0,512) wskazuje na optymalny poziom zadłużenia. Wysoka rotacja aktywów (1,15) potwierdza efektywne wykorzystanie zasobów i racjonalne zarządzanie operacyjne.

Klaster 3 reprezentuje grupę firm o silnie niestabilnych wynikach – ekstremalnie wysokie wartości ROA i ROS przy ujemnym ROE sugerują nadmierne wykorzystanie dźwigni finansowej. Pomimo formalnie wysokiej rentowności operacyjnej, koszty finansowe powodują ujemny zwrot z kapitału własnego. Firmy te funkcjonują na granicy płynności finansowej i charakteryzują się bardzo wysokim ryzykiem.

Klaster 4 obejmuje podmioty o umiarkowanym poziomie zadłużenia (0,618) i przeciętnych aktywach, lecz z ujemnymi wartościami ROA i ROS, co oznacza, że ich działalność operacyjna generuje straty. Są to firmy niskoefektywne, o ograniczonej ekspozycji międzynarodowej, z relatywnie słabą pozycją konkurencyjną. Podsumowując, w analizowanym zbiorze można wyróżnić dwa przeciwstawne bieguny: z jednej strony firmy eksportowe o dobrej rentowności i zrównoważonym zadłużeniu (klaster 2), a z drugiej – jednostki o wysokim ryzyku finansowym i ujemnych wynikach (klastry 1 i 4). Klaster 3 stanowi grupę pośrednią, lecz niestabilną, charakteryzującą się ekstremalnymi wskaźnikami i dużą wrażliwością na zmiany w strukturze kapitału.

Uzyskane wyniki pozostają zgodne z wcześniejszymi ustaleniami dotyczącymi nieliniowego charakteru zależności między internacjonalizacją a wynikami finansowymi. Zbieżność tę można dostrzec zwłaszcza w kontekście badań wskazujących na efekt krzywej S, zgodnie z którym pozytywne efekty umiędzynarodowienia ujawniają się dopiero po osiągnięciu odpowiedniej skali działalności i stabilności operacyjnej. W analizowanej próbie spółek notowanych w Polsce trwałe korzyści z ekspansji zagranicznej występowały głównie w podmiotach o umiarkowanym poziomie zadłużenia i relatywnie dużej skali aktywów, co potwierdza tezę, że sam wzrost sprzedaży zagranicznej nie jest wystarczającym warunkiem poprawy rentowności.

Wyniki badania wpisują się również w założenia teorii struktury kapitału. Obserwowany w próbie negatywny wpływ nadmiernej dźwigni finansowej na efektywność spółek eksportujących jest zgodny z ujęciem trade-off, zakładającym istnienie optymalnego poziomu zadłużenia równoważącego korzyści podatkowe i koszty ryzyka finansowego. Jednocześnie ograniczona skuteczność długu jako czynnika wzmacniającego ROE w przedsiębiorstwach silnie umiędzynarodowionych pozostaje spójna z logiką pecking order, zgodnie z którą firmy funkcjonujące w warunkach podwyższonej niepewności preferują finansowanie wewnętrzne i zachowawcze podejście do zadłużenia.

W porównaniu z badaniami prowadzonymi w innych krajach, w tym w gospodarkach rozwiniętych, wyniki dla spółek notowanych w Polsce wskazują na relatywnie wysoką wrażliwość efektów internacjonalizacji na strukturę finansowania. Sugeruje to, że w warunkach rynku wschodzącego dostęp do kapitału oraz koszt finansowania mogą w większym stopniu determinować trwałość korzyści z ekspansji zagranicznej niż

w gospodarkach o bardziej rozwiniętych rynkach finansowych. Tym samym badanie nie tylko potwierdza wcześniejsze ustalenia teoretyczne, lecz także wskazuje na ich kontekstowe uwarunkowania instytucjonalne.

Podsumowanie

Badanie pokazało, że relacja między internacjonalizacją a wynikami finansowymi polskich spółek jest warunkowa i nieliniowa. Sam status eksportera nie przekłada się automatycznie na wyższy ROA ani ROE, natomiast wiąże się z lepszą marżą sprzedaży, zwłaszcza przy umiarkowanym zadłużeniu i odpowiedniej skali działalności. Efekt dźwigni finansowej podnosi ROE w firmach działających lokalnie, ale w spółkach eksportujących jest w znacznym stopniu neutralizowany, co wskazuje na koszty i ryzyko towarzyszące działalności zagranicznej.

Wyniki niosą konkretne implikacje dla decydentów korporacyjnych. Ekspansja zagraniczna powinna być finansowana w sposób zrównoważony. Zbyt wysoka dźwignia podnosi zmienność przepływów i osłabia przełożenie eksportu na zwrot z kapitału. Priorytetem jest budowa zdolności operacyjnych i organizacyjnych, które obniżają jednostkowe koszty wejścia i pozwalają wykorzystać efekty skali. U eksporterów warto położyć większy nacisk na zarządzanie ryzykiem walutowym, politykę gotówkową oraz dywersyfikację źródeł finansowania. Z perspektywy polityki publicznej wsparcie eksportu powinno iść w parze z instrumentami stabilizującymi finansowanie i podnoszącymi kompetencje organizacyjne, a nie wyłącznie z rosnącą dostępnością długu.

Jednocześnie z przeprowadzonych badań wynikają również pewne ograniczenia. Badania dotyczą spółek notowanych, więc nie obejmują całej populacji firm prywatnych. Dane sprawozdawcze nie pozwalają w pełni uchwycić jakości strategii, poziomu innowacyjności ani stopnia integracji zagranicznych operacji.

Istotnym wkładem niniejszego badania jest zastosowanie analizy klastrowej jako narzędzia identyfikacji zróżnicowanych profili finansowo-międzynarodowych przedsiębiorstw. Dotychczasowe badania nad relacją między internacjonalizacją a wynikami finansowymi koncentrowały się głównie na modelach regresyjnych, analizując zależności liniowe lub nieliniowe pomiędzy wybranymi zmiennymi. W niniejszym artykule przyjęto odmienne podejście, polegające na wyodrębnieniu jednorodnych grup przedsiębiorstw różniących się jednocześnie poziomem rentowności, skalą działalności, strukturą finansowania oraz intensywnością sprzedaży zagranicznej.

Takie ujęcie pozwoliło uchwycić heterogeniczność populacji spółek notowanych na rynku polskim i wykazać, że wpływ internacjonalizacji na wyniki finansowe nie ma charakteru uniwersalnego, lecz zależy od przynależności do określonego profilu finansowego. Analiza klastrów umożliwiła identyfikację zarówno firm efektywnie łączących

ekspansję zagraniczną z umiarkowanym zadłużeniem, jak i podmiotów o wysokim ryzyku finansowym, w których internacjonalizacja nie przekłada się na trwałą poprawę rentowności. W tym sensie badanie wnosi wartość dodaną poprzez odejście od uśrednionych zależności dla całej próby i zaproponowanie segmentacyjnego spojrzenia na proces umiędzynarodowienia.

Zastosowane podejście pozwala również lepiej powiązać analizę finansową z koncepcjami strategicznymi, gdyż klastry można interpretować jako odmienne modele rozwoju przedsiębiorstw w warunkach ekspansji międzynarodowej. Tym samym badanie rozszerza dotychczasową literaturę nie tylko w wymiarze empirycznym dla polskich spółek giełdowych, lecz także w zakresie metod identyfikacji zróżnicowanych ścieżek internacjonalizacji.

Podsumowując, internacjonalizacja przynosi trwałe korzyści wtedy, gdy łączy się z właściwą skalą, umiarkowaną dźwignią i dojrzałością procesów. Dla praktyki oznacza to konieczność zarządzania tempem ekspansji i strukturą finansowania, natomiast dla badań – potrzebę dalszych analiz nad rolą zdolności organizacyjnych oraz nad zróżnicowaniem sektorowym i własnościowym, co pozwoli lepiej wyjaśnić, które firmy potrafią przekształcić obecność na rynkach zagranicznych w stabilną rentowność, zwłaszcza w perspektywie długoterminowej.

Bibliografia

- Baranowska-Prokop E., Sikora T. [2018], Wskaźniki internacjonalizacji a percepcja sukcesu w polskich przedsiębiorstwach wcześniej umiędzynarodowionych, *Studia i Prace WNEiZ*, nr 51(3), s. 7–17, <https://wnus.usz.edu.pl/sip/pl/issue/817/article/13396> (dostęp: 20.09.2025).
- Contractor F.J. [2007], Is international business good for companies? The evolutionary or multi-stage theory of internationalization vs. the transaction cost perspective, *Management International Review*, vol. 47(3), s. 453–475, <https://doi.org/10.1007/s11575-007-0024-2>.
- Fazzari S.M., Hubbard R.G., Petersen B.C. [1988], Financing constraints and corporate investment, *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 1, s. 141–195, <https://doi.org/10.2307/2534426>.
- Frank M.Z., Goyal V.K. [2009], Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, vol. 38(1), s. 1–37, <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>.
- Fredrich V., Gudergan S., Bouncken R.B. [2022], Dynamic capabilities, internationalization and growth of small- and medium-sized enterprises, *Management International Review*, vol. 62(6), s. 611–642, <https://doi.org/10.1007/s11575-022-00480-3>.
- Hitt M.A., Tihanyi L., Miller T., Connelly B. [2006], International diversification: Antecedents, outcomes, and moderators, *Journal of Management*, vol. 32(6), s. 831–867, <https://doi.org/10.1177/0149206306293575>.
- Johanson J., Vahlne J.-E. [1977], The internationalization process of the firm: A model of knowledge development and increasing foreign market commitments, *Journal of International Business Studies*, vol. 8(1), s. 23–32, <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490676>.

- Kraus A., Litzenger R.H. [1973], A state-preference model of optimal financial leverage, *The Journal of Finance*, vol. 28(4), s. 911–922, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x>.
- Lu J.W., Beamish P.W. [2004], International diversification and firm performance: The S-curve hypothesis, *Academy of Management Journal*, vol. 47(4), s. 598–609, <https://doi.org/10.5465/20159604>.
- Myers S.C., Majluf N.S. [1984], Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, vol. 13(2), s. 187–221, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0).
- Pacheco L. [2016], Capital structure and internationalization: The case of Portuguese industrial SMEs, *Research in International Business and Finance*, vol. 38, s. 531–545, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.01.019>.
- Pacheco L. [2019], Internationalization effects on financial performance: The case of Portuguese industrial SMEs, *Journal of Small Business and Strategy*, vol. 29(3), s. 97–111, <https://jsbs.scholasticahq.com/article/26370-internationalization-effects-on-financial-performance-the-case-of-portuguese-industrial-smes> (dostęp: 20.09.2025).
- Rugman A.M., Verbeke A. [2004], A perspective on regional and global strategies of multinational enterprises, *Journal of International Business Studies*, vol. 35(1), s. 3–18, <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400073>.
- Tulcanaza Prieto A.B., Lee Y. [2019], Internal and external determinants of capital structure in large Korean firms, *Global Business & Finance Review*, vol. 24(3), s. 79–96, <https://doi.org/10.17549/gbfr.2019.24.3.79>.
- Witek-Hajduk M. [2013], Wczesne umiędzynarodowienie a wyniki ekonomiczne przedsiębiorstwa, *Gospodarka Narodowa*, nr 11–12, s. 73–92, <https://ageconsearch.umn.edu/record/358721> (dostęp: 20.09.2025).
- Zaheer S. [1995], Overcoming the liability of foreignness, *Academy of Management Journal*, vol. 38(2), s. 341–363, <https://doi.org/10.5465/256683>.

