

## Samofinansowanie działalności w przedsiębiorstwach rolniczych

Magdalena Mądra-Sawicka\*

**Streszczenie:** Celem podjętych badań była ocena czynników wpływających na poziom samofinansowania na przykładzie przedsiębiorstw rolniczych. W opracowaniu przedstawiono również przegląd literatury z zakresu roli samofinansowania wraz z odniesieniem do teorii struktury kapitału. Do badań wybrano przedsiębiorstwa rolnicze prowadzące działalność w latach 2006–2012, o następujących formach prawnowłasnościowych: jednoosobowe Spółki Agencji Nieruchomości Rolnych oraz przedsiębiorstwa całkowicie zakupione przez osoby fizyczne i prawne. Poziom samofinansowania w przedsiębiorstwach rolniczych jest najsilniej determinowany przez rentowność aktywów i możliwość pozyskania finansowania długoterminowego dla celów inwestycyjnych. Wartością zrealizowanych badań jest identyfikacja czynników warunkujących samofinansowanie w odniesieniu zarówno do nadwyżki finansowej, jak i odpisów amortyzacyjnych, środków ze sprzedaży aktywów i pozyskanych z przyspieszonego obrotu kapitału.

**Słowa kluczowe:** samofinansowanie, nadwyżka finansowa, przedsiębiorstwa rolnicze

### Wprowadzenie

Maksymalizacja korzyści z prowadzonej działalności przy podejmowaniu decyzji dotyczących struktury kapitału obejmuje dwa kluczowe czynniki – stopę zwrotu i ryzyko (Gitman 2006). Optymalna struktura źródeł finansowania jest kompromisem pomiędzy zyskiem a ryzykiem, kształtowanym również przez dobór akceptowalnego poziomu zadłużenia przez zarządzających. Strategia finansowania dążąca do minimalizacji zaangażowania kapitału obcego kosztem zmniejszenia ryzyka finansowego świadczy o zachowawczym podejściu do kształtowaniu struktury kapitału. Cechuje się ona ograniczaniem udziału kapitału obcego w strukturze źródeł finansowania oraz brakiem korzyści związanych z wystąpieniem pozytywnego efektu dźwigni finansowej. Konsekwencją takich decyzji jest m.in. możliwości spadku rentowności kapitału własnego (Łukasik 2006). Przyjęta przez zarządzających przedsiębiorstwami rolniczymi konserwatywna strategia finansowania zabezpiecza wypłacalność i wynika ze specyfiki funkcjonowania sektora rolniczego (Mądra-Sawicka 2015). Taki sposób finansowania działalności ukierunkowany jest na maksymalizację krótkookresowych korzyści w tych podmiotach.

---

\* dr Magdalena Mądra-Sawicka, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie, Wydział Nauk Ekonomicznych, e-mail: magdalena\_madra@sggw.pl.

Relatywnie niski udział kapitałów własnych w strukturze pasywów oznacza występowanie wyższego ryzyka finansowego (Orechwa-Maliszewska 2003). Ponadto, wybór kapitału własnego jako głównego źródła finansowania dokonywany jest przez zarządzających przedsiębiorstwami rolniczymi w oparciu o możliwości adaptacji do zmiennych warunków otoczenia na rynku rolnym. Taka sytuacja odzwierciedla również wyższe ryzyko operacyjne, co determinuje wybór strategii opartych na akumulacji środków finansowych dla celów realizacji przyszłych inwestycji wraz z nastawieniem działalności na dostosowanie się do istniejących barier na rynku (Krzemińska 2000).

Przedsiębiorstwa rolnicze realizują cele ekonomiczne poprzez samofinansowanie, ponieważ ten sposób finansowania zapewnia bezpieczeństwo i stabilizację finansową. Strategię tę można uznać za korzystną w sytuacji dobrej koniunktury gospodarczej, przy uzyskiwaniu wysokiego i stałego zysku, pozwalającego na powiększanie kapitału własnego. Celem podjętych badań była ocena poziomu samofinansowania w przedsiębiorstwach rolniczych wraz z próbą identyfikacji determinant jego zmian w badanym okresie.

## **1. Istota samofinansowania przedsiębiorstw**

Samofinansowanie stanowi podstawę finansowania przedsiębiorstw, będąc również najbardziej preferowanym i ograniczonym w swej dostępności źródłem finansowania przedsiębiorstw. Uzyskanie środków własnych z posiadanych zasobów w przedsiębiorstwie w toku prowadzonej działalności określane jest mianem finansowania wewnętrznego (Grabowska 2005). Pojęcie samofinansowania i finansowania wewnętrznego jest często stosowane zamiennie.

W literaturze przedmiotu samofinansowanie jest definiowane w ujęciu węższym i szerszym. W ujęciu węższym utożsamiane jest głównie z zyskiem zatrzymanym (Bielawska 2000; Khan 2015). W ujęciu szerszym często jest definiowane jako finansowanie wewnętrzne i oznacza proces finansowania z zatrzymanego zysku, z utworzonych długookresowych rezerw oraz z transformacji majątku (Jędrzejczak-Gas 2008; Tokarski 2007). Samofinansowanie przedsiębiorstw może być podzielone na jawne (poprzez finansowanie zyskiem i kapitałem amortyzacyjnym) (Pop, Stăneanu 2012; Scott 1929) i ciche (to finansowanie składnikami kapitału, które nie są odzwierciedlone w bilansie) (Głodek 2004). Za finansowanie ciche można uznać przyspieszenie krążenia środków obrotowych, z których nadwyżka zostanie przeznaczona na przyrost środków trwałych lub zapasów w danym podmiocie (Nowak 2014). Środki uwolnione z kapitału obrotowego wpływają na zmianę poziomu czystego dochodu z działalności operacyjnej (Leszczyński, Skowronek-Mielcarek 2004). Samofinansowanie może być też określane w ujęciu dynamicznym, jako nadwyżka pieniężna osiągnięta z działalności operacyjnej w relacji do sumy długu i kapitału własnego po korekcie o kapitał rezerwowy z aktualizacji wyceny (Białek-Jaworska, Nehrebecka 2004).

Zatrzymany zysk i amortyzacja stanowią podstawę dostępnych środków pieniężnych, które są dochodem czystym, generowanym z działalności operacyjnej. Wielkość tej

nadwyżki pozwala na wyznaczenie własnych zasobów gotówkowych przedsiębiorstwa. Zysk definiowany jest jako miara opłacalności funkcjonowania przedsiębiorstwa, pełniąca szereg funkcji. Do najważniejszych z nich można zaliczyć funkcję źródła samofinansowania rozwoju przedsiębiorstw oraz motywację właścicieli i zarządzających do pomnażania zyskowności (Sierpińska-Sawicz 2014). Zarządzający, dzieląc zysk, muszą uwzględnić jego podział wraz z przeznaczeniem jego części na rozwój, kosztem zmniejszenia bieżących dochodów właścicieli na rzecz przyszłych planowanych inwestycji (Turnovsky 1967; Leszczyński, Skowronek-Mielcarek 2004). Kryterium zysku kształtuje zwrot z kapitału, stąd też poziom nadwyżki finansowej wpływa na rentowność przedsiębiorstwa. Ponadto, na wielkość zysku netto wpływ ma także system opodatkowania dochodów (Orechwa-Maliszewska 2003), co również może kształtować decyzje zarządzających w zakresie podziału zysku (Stolarski 2012). Wynika to z relacji świadczącej o zmniejszeniu się realnych dochodów przedsiębiorstwa, przy wyższym poziomie stóp podatkowych, co przyczynia się do ograniczania samofinansowania (Ciupek, Famulska 2013). Na poziom zysku oraz jego podział wpływ ma system podatkowy, który wraz ze wzrostem jego restrykcyjności ogranicza poziom samofinansowania przedsiębiorstw. Stosowane w praktyce w przedsiębiorstwach sposoby zaniżania przychodów i zawyżania kosztów, zmniejszających zysk do opodatkowania, redukują możliwość zwiększania kapitału własnego (Kopczuk 2003).

Do wewnętrznych źródeł finansowania zalicza się zyski zatrzymane pozostawione do dyspozycji przedsiębiorstw dla celów ich reinwestycji, będących preferowanym źródłem finansowania (Manne 1968; Dickerson, Gibson, Tsakalotos 2000; Sobiech 2002; Krawczyk 2012). Zatrzymanie tych środków w przedsiębiorstwie pozwala na zwiększenie wartości firmy w przyszłości, umacniając jej standing finansowy oraz pozycję na rynku (Dębski 1996; Zygmun 2003). Potwierdzają to wyniki badań Franc-Dąbrowskiej (2009), według której wypłata wysokiej dywidendy powoduje ograniczenie możliwości powiększania skali działania przedsiębiorstw rolniczych.

Drugim istotnym składnikiem samofinansowania jest amortyzacja, która może być traktowana jako źródło zmniejszenia zysku, lecz nie pociąga za sobą odpływu z przedsiębiorstwa środków pieniężnych (Śliwa 2007). Zarządzający przedsiębiorstwem, w zależności od przyjętych metod amortyzacji podatkowej, kształtują nadwyżkę finansową w danym okresie (Circiumaru, Drăcea, Stanciu 2011). Amortyzacja staje się źródłem finansowania zmian struktury majątku, gdy jest przeznaczana na inwestycje rozszerzone, a nie odtworzeniowe. Według Juszczyka (2013) odpowiednio sterowany fundusz amortyzacyjny może pozwalać na optymalizowanie decyzji inwestycyjnych w przedsiębiorstwie. Finansowanie reinwestycyjne nie zmienia wartości aktywów trwałych, lecz może przyczyniać się do wzrostu produktywności (Sobolewski 2000; Apergis, Sorros 2013). Z drugiej strony zależność pomiędzy kosztami amortyzacji a samym momentem zastępowania zamortyzowanych aktywów trwałych nowymi nie jest oparta na tych samych zasadach w każdym przedsiębiorstwie (Prezas 1992). Decyzje w zakresie inwestycji są podejmowane często w sytuacji braku użyteczności danych składników, a nie zawsze w momencie ich zamortyzowania (Mason 1935)

lub okres ten może mieć charakter cykliczny (Albonico, Kalyvitis, Pappa 2014). Natomiast w literaturze występuje również pojęcie *moral depreciation*, które wiąże się z koniecznością wykorzystania funduszu amortyzacyjnego na zastąpienie aktywów, które nie są już użyteczne (Zuca 2013). Inne podejście odnosi się do wyboru metod amortyzacji, według którego zarządzający, którzy decydują się na amortyzację liniową, są mniej skłonni do dokonywania inwestycji na zasadzie reinwestycji w porównaniu do tych preferujących metodę przyspieszoną (Jackson 2008), a jeszcze kolejne – przedstawia możliwość kontynuacji dokonywania wyższych odpisów amortyzacyjnych, przyczyniając się do zmniejszenia finansowania kapitałem obcym działalności przedsiębiorstw (DeAngelo, Masulis 1980; Iwin 2003; Chojnacka 2011).

Za miernik samofinansowania uznawany jest poziom nadwyżki finansowej, będącej efektem gospodarowania w postaci zysku zatrzymanego oraz uwolnienia środków pieniężnych dzięki amortyzacji wraz z transformacją aktywów. Nadwyżka finansowa może również uwzględniać kwotę rezerw, a także być skorygowana o przychody niepieniężne w danym roku obrotowym (Sierpińska, Wędzki 1997). Formuła ta uwzględnia sytuację, w której przedsiębiorstwo ze stratą wciąż ma środki finansowe pochodzące z samofinansowania. Samofinansowanie może być mierzone jako zysk zatrzymany w relacji do aktywów ogółem (ujęcie węższe) lub jako wartość nadwyżki finansowej do aktywów ogółem (ujęcie szersze). Tak obliczona wielkość samofinansowana zależeć będzie od przyjętej metody amortyzacji. Przy podejściu ukierunkowanym na maksymalizowanie nadwyżki finansowej poprzez przyspieszenie amortyzacji, przedsiębiorstwo odnotowuje niższy zysk netto, ale zmniejsza również obciążenie z tytułu podatku dochodowego. W takiej sytuacji nadwyżka finansowa jest wyższa w odniesieniu do rzeczywistego stanu majątkowo-rzeczowego (Nowak 2014).

## **2. Samofinansowanie a struktura kapitału**

Skala samofinansowania jest zróżnicowana w zależności od bieżących potrzeb operacyjnych i inwestycyjnych. Ponadto, w przedsiębiorstwach rolniczych relacje między kapitałem własnym a obcym są zróżnicowane i zależą m.in. od formy zagospodarowania ziemi oraz zdolności kreacji kapitału własnego (Wasilewski, Nowak 2004; Kulawik 1995). Podejście do strategii samofinansowania jest zróżnicowane w zakresie teorii struktury kapitału. Preferowane przez właściciela (właścicieli) lub zarządzających przedsiębiorstwem samofinansowanie, związane z chęcią utrzymywania kontroli oraz struktury własnościowej, wiąże się bezpośrednio z teorią hierarchii źródeł finansowania (*Pecking Order Theory*) (Chay, Park, Kim, Suh 2015). Według tej teorii kierownictwo przedsiębiorstwa preferuje wykorzystanie kapitałów wewnętrznych nad zewnętrznymi, jako źródło finansowania inwestycji (Kościelniak 2008, Malinowska, Seretna-Sałamaj 2016). Preferencja samofinansowania występuje głównie w przedsiębiorstwach o wysokiej zyskowności i zasobach oszczędności, które pozwalają na zaspokajanie potrzeb finansowania, przyczyniając się do zmniejszania poziomu zadłużenia (Jensen, Meckling 1976). Z drugiej strony przedsiębiorstwo może finansować

wzrost majątku obrotowego kapitałami własnymi, głównie zyskiem zatrzymanym bądź krótkoterminowym kredytem obrotowym, biorąc pod uwagę wybór wariantów korzystnego lokowania wewnętrznych źródeł finansowania (Śliwa 2007). Często jednak mechanizm ten nie jest dostępny, zwłaszcza dla małych i średnich przedsiębiorstw.

Według Łukasik (2004) model struktury kapitału, który charakteryzuje preferencje wykorzystania kapitału własnego to taki, w którym zarządzający celowo rezygnują z efektów dźwigni finansowej na rzecz bezpieczeństwa i budowy wiarygodności przedsiębiorstwa. Powoduje to utrzymywanie wysokich rezerw płynności długoterminowej, przy pełnym wykorzystywaniu bieżącej nadwyżki finansowej celem pokrycia potrzeb inwestycyjnych. Działania te niosą ze sobą ryzyko spadku rentowności kapitału własnego, ale i wzrostu kosztów utraconych korzyści. Przedsiębiorstwa takie mogą mieć ograniczoną możliwość adaptacji do zmiennych warunków prowadzonej działalności, szczególnie w sytuacji utrudnionego dostępu do środków finansowania zewnętrznego, pełniących czasem rolę buforu bezpieczeństwa.

Prawidłowa struktura finansowania działalności przedsiębiorstwa powinna przyczynić się do minimalizacji kosztu kapitału zainwestowanego w jego aktywa (Zygmunt 2003). Natomiast wraz ze wzrostem wykorzystania kapitału obcego zwiększa się wysokość przepływów pieniężnych, ryzyko operacyjne powiększone jest zaś o ryzyko finansowe (Dobbins, Frąckowiak, Witt 1992). Przedsiębiorstwa o wysokiej zdolności kredytowej w dużej mierze warunkują swój status finansowany dostępnością do wewnętrznych źródeł finansowania (Cleary 1999; Kaplan, Zingales 1997). Samofinansowanie pozwala na obniżenie ryzyka finansowego, lecz dostępne środki mogą wystarczać na dokonywanie jedynie odtworzeniowych inwestycji w majątku trwałym. W takiej sytuacji możliwość zwiększania sprzedaży będzie determinowana jedynie posiadanymi zdolnościami produkcyjnymi. W tym zakresie potencjał wykorzystania dostępnych wewnętrznych źródeł finansowania może być uzależniony od przyjętej strategii zarządzania kapitałem obrotowym brutto w przedsiębiorstwie (Papiernik-Wojdera 2011).

W rzeczywistości gospodarczej decyzje dotyczące struktury kapitału są podejmowane na podstawie subiektywnych rozstrzygnięć, a określenie optymalnej struktury kapitału jest trudne przy szacowaniu jej wpływu na wartość przedsiębiorstwa i koszt kapitału (Janasz, Janasz, Wiśniewska 2007). Stąd też znaczenie wewnętrznych źródeł finansowania może być kluczowe dla większości podejmowanych decyzji w zakresie strategii finansowania na różnych etapach cyklu życia przedsiębiorstw.

### **3. Przyczyny i konsekwencje strategii samofinansowania działalności przedsiębiorstw rolniczych**

Samofinansowanie przedsiębiorstw zależy przede wszystkim od wielkości zysku netto. Do barier małych przedsiębiorstw w zakresie zwiększenia zysku zaliczyć można brak możliwości korzystania z efektu skali w odniesieniu do produkcji, sprzedaży, a także zaopatrzenia.

Wiąże się to z ograniczonymi możliwościami obniżenia jednostkowych kosztów sprzedaży i produkcji oraz cen zakupu materiałów, towarów i usług (Orechwa-Maliszewska 2003). Finansowanie kapitałem własnym z reguły nie wystarcza na prawidłowe funkcjonowanie i rozwój przedsiębiorstwa (Waśniewski, Skoczylas 2002; Khan 2015). Natomiast jeżeli kapitał własny pokrywa zapotrzebowanie na źródła finansowania działalności, to w przedsiębiorstwie występuje samofinansowanie, które wiąże się z gromadzeniem środków własnych na finansowanie działalności bieżącej i rozwojowej (Śliwa 2007) oraz zwiększeniem oszczędności. Finansowanie obce może pełnić rolę uzupełniającą, pozwalając rozszerzyć bazę kapitału własnego (Zygmunt 2003) w sytuacji niedoboru środków finansowych. Stąd też samofinansowanie działalności nie daje wymiernych efektów w postaci zmniejszenia podstawy opodatkowania o jego koszty (Skowronek-Mielczarek 2007).

Samofinansowanie stanowi naturalne i najskuteczniejsze źródło motywacji proefektywnościowej, determinując zarządzających do podejmowania określonych działań dla celów osiągnięcia korzyści dochodowych (Gniazowski 1988). Z drugiej strony może być ono wynikiem dążenia do izolowania się od wpływów rynku kapitałowego, co przekłada się na chęć utrzymania pełnej kontroli nad aktywami (Łukasik 2006). Takie podejście jest sposobem na redukcję ryzyka finansowego i zwiększenie zdolności do samofinansowania przedsiębiorstw poprzez przeznaczanie zysku na cele rozwojowe. Wzrost nadwyżki finansowej i realizacji inwestycji rzeczowych w dłuższej perspektywie powinny determinować wzrost efektywności przedsiębiorstwa (Zalewski 2006).

Ocena możliwości samofinansowania potrzeb kapitałowych z nadwyżki operacyjnej powinna uwzględniać ujęcie perspektywne i retrospektywne (Łukasik 2006; Jędrzejczak-Gas 2008). Podejście retrospektywne pozwala na ocenę nadwyżki operacyjnej, która jest do dyspozycji przedsiębiorstwa, natomiast perspektywne pozwala oszacować wzrost nadwyżki w przyszłości, z możliwością oceny jej wykorzystania dla celów inwestycyjnych. W ujęciu retrospektywnym strategia samofinansowania może ograniczać zdolność zachowania finansowej elastyczności w warunkach niedoboru kapitału oraz z tytułu wysokiej zmienności przychodów w sektorze rolnym.

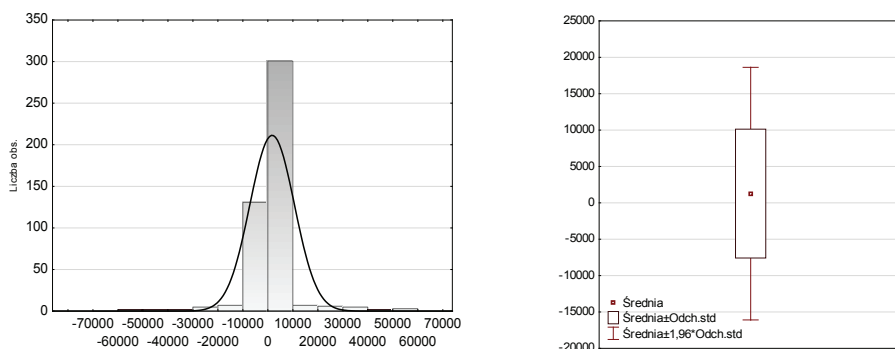
#### **4. Metodyka badań**

Dobór przedsiębiorstw w badaniu empirycznym był celowy. Badaniami objęto przedsiębiorstwa rolnicze o następujących formach prawnowłasnościowych: jednoosobowe Spółki Agencji Nieruchomości Rolnych (powstałe w oparciu o kodeks handlowy) oraz przedsiębiorstwa całkowicie zakupione przez osoby fizyczne i prawne. Dane empiryczne wykorzystane w artykule pochodzą z ankiety przeprowadzanej przez Instytut Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej Państwowego Instytutu Badawczego. Zakres gromadzonych informacji obejmuje zarówno dane finansowe, jak i niefinansowe. Okres badań obejmował lata 2006–2012. Do badań przyjęto przedsiębiorstwa, które udostępniły dane o prowadzonej działalności w okresie nie krótszym niż dwa lata. Badaną próbę oczyszczono również

testem Grubbsa z obserwacji odstających (Adikaram, Hussein, Effenberger, Becker 2015). Do próby zakwalifikowano ostatecznie 469 obserwacji, dla których zbudowano model panelowy z opóźnieniami i bez, dla celów identyfikacji przyczyn zmiany poziomu samofinansowania ze względu na sytuację finansową przedsiębiorstw (mikropanel). Do modeli włączono zmienne, które odnotowały wysoką korelację ze zmienną zależną. Estymację modelu przeprowadzono według metody najmniejszych kwadratów (MNK). Poziom istotności zmiennych w modelu zweryfikowano przy wykorzystaniu testu t-studenta.

## 5. Wyniki badań

Na rysunku 1 przedstawiono rozkład zmiennej zależnej „samofinansowanie” w badanym okresie według histogramu oraz wykresu pudełkowego. Średni poziom tej zmiennej w badanym okresie wyniósł 1269,20 tys. zł, przy medianie 641,00 tys. zł. Zmienna cechowała się dużą rozpiętością wartości w badanej populacji.



**Rysunek 1.** Histogram i wykres pudełkowy zmiennej zależnej „samofinansowanie”

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 1 przedstawiono wyniki modelu panelowego MNK (model A), w którym nie uwzględniono zmiennych z opóźnieniem. Model panelowy (tab. 1), w którym nie uwzględniono parametru czasu, odzwierciedla zmienność zmiennej zależnej w 72,1% (skorygowany R-kwadrat). Zmienne objaśniające zakwalifikowane do modelu spełniają wymóg poziomu istotności poniżej 0,1. Na wyższy poziom samofinansowania najsilniej oddziaływał wzrost rentowności aktywów poziom (97,0422) oraz zadłużenia długoterminowego (11,7359). Natomiast spadek wartości otrzymanych dotacji oraz wyniki na działalności operacyjnej najsilniej oddziaływały na ograniczenie samofinansowania działalności przedsiębiorstw. Na podstawie oszacowanych współczynników w modelu A stwierdzono, iż średni poziom majątku obrotowego oraz zobowiązań z tytułu dostaw i usług miały relatywnie najniższy wpływ na zmienność samofinansowania, pomimo to zależność ta była istotna. Na podstawie statystyki F odrzucono hipotezę zerową o łącznej nieistotności zmiennych niezależnych.



**Tabela 1**

Model A ze zmienną „czas”, estymacja panelowa MNK, z wykorzystaniem 469 obserwacji, szereg czasowy długości = 7, dla zmiennej zależnej „poziom samofinansowania”

		Współ- czynnik	Błąd stand.	t-Studenta	Wartość p
Const		-1048,32	496,638	-2,1108	0,0353 **
Wartość otrzymanych dotacji w danym roku		-2,71423	0,166116	-16,3393	<0,0001 ***
Wynik na działalności operacyjnej		-1,98595	0,267738	-7,4175	<0,0001 ***
Średni poziom majątku obrotowego		0,684678	0,021473	31,8855	<0,0001 ***
Średni poziom zobowiązań z tytułu dostaw i usług		-0,800798	0,21438	-3,7354	0,0002 ***
Rentowność aktywów		97,0422	27,8113	3,4893	0,0005 ***
Zadłużenie długoterminowe		11,7359	6,54521	1,7931	0,0736 *
Wsp. determ. R-kwadrat	0,725151	Skorygowany R-kwadrat		0,721582	
F(6, 462)	203,1540	Wartość p dla testu F		3,8e-126	

\* poziom istotności.

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 2 przedstawiono wyniki estymacji modelu z uwzględnionymi opóźnieniami (model B). W modelu tym, w porównaniu do modelu bez opóźnień, zmienna „zadłużenia długoterminowe” była nieistotna, natomiast uwzględniono opóźnioną zmienną „średni poziom majątku obrotowego oraz zobowiązań z tytułu dostaw i usług” (-0,4555). Wskazuje to na zwiększenie poziomu uwalnianych źródeł finansowania wewnętrznego w sytuacji zmiany struktury kapitału w zakresie finansowania kapitałem obcym w długim terminie. Podobnie jak w modelu A, w modelu B najsilniejszy wpływ na skalę samofinansowania odzwierciedlał wzrost rentowności aktywów (53,7949). Na podstawie statystyki F w modelu B odrzucono hipotezę zerową dotyczącą nieistotności zmiennych niezależnych.

**Tabela 2**

Model B ze zmienną „czas” i opóźnieniem -1, estymacja panelowa MNK, z wykorzystaniem 402 obserwacji, szereg czasowy długości = 6, dla zmiennej zależnej „poziom samofinansowania”

		Współ- czynnik	Błąd stand.	t-Studenta	Wartość p
Const		144,43	254,679	0,5671	0,5710
Wartość otrzymanych dotacji w danym roku		-2,09317	0,175095	-11,9545	<0,0001 ***
Wynik na działalności operacyjnej		-1,05581	0,213028	-4,9562	<0,0001 ***
Średni poziom majątku obrotowego		0,659397	0,0159593	41,3175	<0,0001 ***
1_Średni poziom majątku obrotowego		0,131516	0,042671	3,0821	0,0022 ***
1_Średni poziom zobowiązań z tytułu dostaw i usług		-0,455546	0,1439	-3,1657	0,0017 ***
Rentowność aktywów		53,7949	18,5607	2,8983	0,0040 ***
Wsp. determ. R-kwadrat	0,833253	Skorygowany R-kwadrat		0,830720	
F(6, 395)	328,9772	Wartość p dla testu F		3,1e-150	

Źródło: opracowanie własne.



## Uwagi końcowe

Na podstawie przeprowadzonej analizy dotyczącej czynników warunkujących samofinansowanie działalności przedsiębiorstw rolniczych udowodniono, iż największy wpływ na jego poziom ma zwrot z aktywów tych podmiotów. Poziom zysku netto, w tym też zysku zatrzymanego, jest główną determinantą przyczyniającą się do wzrostu poziomu samofinansowania przedsiębiorstw rolniczych. Możliwość poprawy efektywności wykorzystania majątku ogółem oraz dostęp do realizacji inwestycji finansowanych kapitałem długoterminowym przyczynia się do zwiększania samofinansowania. W modelu uwzględniającym opóźnienia, na spadek poziomu samofinansowania wpływał wyższy poziom pozyskanych dotacji oraz wzrost wyniku z działalności operacyjnej. Wskazuje to na ograniczenia działań związanych ze zwiększeniem finansowania wewnętrznymi źródłami w sytuacji pozyskiwania środków na działalność operacyjną w formie dotacji oraz przy uzyskaniu poprawy rentowności operacyjnej.

## Literatura

- Adikaram K., Hussein M., Effenberger M., Becker T. (2015). Data Transformation Technique to Improve the Outlier Detection Power of Grubbs, Test for Data Expected to Follow Linear Relation. *Journal of Applied Mathematics*, 2015, 1–9.
- Albonico A., Kalyvitis S., Pappa E. (2014). Capital maintenance and depreciation over the business cycle. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 39, 273–286.
- Apergis N., Sorros J. (2013). The role of fixed capital depreciations for TFP growth: evidence from firm level panel data estimates. *Journal of Economics & Finance*, 37 (4), 606–621.
- Białek-Jaworska A., Nehrebecka N. (2004). Rola kredytu bankowego w finansowaniu przedsiębiorstw w Polsce w latach 1995–2011. *Nauki o Finansach*, 3 (20), 61–101.
- Bielawska A. (2000). Samofinansowanie jako instrument finansowania przedsiębiorstwa. *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstw*, 7, 13–16.
- Circiumaru D., Drăcea R., Stanciu C. (2011). Self-financing capacity analysis of Romanian companies. Case study: the automotive industry. *Young Economists Journal, Revista Tinerilor Economisti*, 9 (17), 24–32.
- Ciupek B., Famulska T. (2013). *Strategie podatkowe przedsiębiorstw*. Katowice: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach.
- Chay J., Park S., Kim S., Suh J. (2015). Financing hierarchy: Evidence from quantile regression. *Journal of Corporate Finance*, 33, 147–163.
- Chojnacka E. (2011). Analiza determinant zmian poziomu zadłużenia przy wykorzystaniu regresji kwantylowej. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 640. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 38, 341–352.
- Cleary S. (1999). The Relationship between Firm Investment and Financial Status. *Journal of Finance*, 54 (2), 673–692.
- DeAngelo H., Masulis R.W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8 (1), March, 3–29.
- Dębski W. (1996). *Zarządzanie finansami*. T. 2. Warszawa: Centrum Informatyzacji Menedżera CIM.
- Dickerson A., Gibson H., Tsakalotos E. (2000). Internal vs external financing of acquisitions: Do managers squander retained profits? *Oxford Bulletin of Economics & Statistics*, 62 (3), 417–431.
- Dobbins R., Frąckowiak W., Witt S.F. (1992). *Praktyczne zarządzanie kapitałami firmy*. Poznań: Paanpol.
- Franc-Dąbrowska J. (2009). Skala działalności a podział zysku w przedsiębiorstwach rolniczych. *Journal of Agribusiness and Rural Development*, 2 (12), 35–44.
- Gitman L.J. (2006). *Principles of Managerial Finance*. San Diego: Pearson Addison Wesley.
- Głodek Z. (2004). *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*. Warszawa: PWE.
- Gniazowski A. (1988). Samofinansowanie przedsiębiorstw a ich przedsiębiorczość. *Acta Universitatis Lodzensis. Folia Sociologica*, 16, 154–168.

- Grabowska M. (2010). Rozważania wokół strategii finansowania wewnętrznego przedsiębiorstwa. *Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu*, 1060, 142–151.
- Iwin J. (2003). Efekt amortyzacji w kształtowaniu struktury kapitału przedsiębiorstwa. *Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu*, 974, 99–106.
- Jackson S.B. (2008). The effect of firms, depreciation method choice on managers. *Capital Investment Decisions. The Accounting Review*, 2, 351–376.
- Janasz K., Janasz W., Wiśniewska J. (2007). *Determinanty struktury kapitałowej przedsiębiorstwa. Zarządzanie kapitałem w przedsiębiorstwie*. Warszawa: Difin.
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976). A Theory of the firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms. Harvard University Press. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305–360.
- Jędrzejczak-Gas J. (2008). Samofinansowanie przedsiębiorstw. *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstw*, 2, 69–73.
- Juszczyk S. (2013). *Amortyzacja w ekonomice agrobiznesu*. Warszawa: Wydawnictwo SGGW.
- Kaplan S.N., Zingales L. (1997). Do financing constraints explain why investment is correlated with cash flow? *Quarterly Journal of Economics*, 112, 169–215.
- Khan S. (2015). *Impact of sources of finance on the growth of SMEs: evidence from Pakistan. Decision*, 42 (1), 3–10.
- Kopczuk A. (2003). Kształtowanie struktury kapitału w procesie wzrostu małego przedsiębiorstwa. W: E. Orche-wa-Maliszewska, A. Kopczuk (red.), *Finansowe aspekty funkcjonowania małych i średnich przedsiębiorstw* (s. 90–98). Białystok: Wydawnictwo Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Białymstoku.
- Kościełniak H. (2008). *Zarządzanie kapitałem przedsiębiorstwa*. Częstochowa: Wydawnictwo Politechniki Częstochowskiej.
- Krawczyk M. (2012). Teoria hierarchii źródeł finansowania w praktyce innowacyjnych MŚP w Polsce. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 271, 397–406.
- Krzemińska D. (2000). *Finanse przedsiębiorstwa*. Poznań: Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej.
- Kulawik J. (1995). *Kapitał w rolnictwie*. Warszawa: Wydawnictwo IERiGŻ.
- Leszczyński Z., Skowronek-Mielczarek A. (2004). *Analiza ekonomiczno-finansowania spółki*. Warszawa: PWE.
- Łukasik G. (2006). *Decyzyjne problemy kształtowania struktury kapitału współczesnego przedsiębiorstwa. Finanse – kierunki badań*. Katowice: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach.
- Łukasik G. (2004). Strategia przedsiębiorstwa wobec ryzyka struktury kapitału. *Zarządzanie Finansami – Finansowanie przedsiębiorstw w Unii Europejskiej*, 191–200.
- Malinowska M., Seretna-Salamaj D. (2016). Zarządzanie strukturą kapitału w firmach rodzinnych. W: R. Knosala (red.), *Innowacje w zarządzaniu i inżynierii produkcji* (s. 482–492). Opole: Oficyna Wydawnicza Polskiego Towarzystwa Zarządzania Produkcją.
- Manne A.S. (1968). Optimal dividend and investment policies for a self-financing business enterprise. *Management Science*, 15 (3), 119–129.
- Mason P. (1935). Depreciation and the financing of replacements. *Accounting Review*, 10 (4), December, 318–324.
- Mądra-Sawicka M. (2015). Znaczenie wewnętrznych źródeł finansowania w kształtowaniu struktury kapitału przedsiębiorstw rolniczych. *Zarządzanie Finansami i Rachunkowość*, 3 (4), 87–98.
- Nowak M. (2014). *Zarządzanie finansami małych przedsiębiorstw*. Warszawa: CeDeWu.
- Orechwa-Maliszewska E. (2003). Źródła finansowania działalności małych przedsiębiorstw – wybrane aspekty. W: E. Orche-wa-Maliszewska, A. Kopczuk (red.), *Finansowe aspekty funkcjonowania małych i średnich przedsiębiorstw* (s. 99–107). Białystok: Wydawnictwo Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Białymstoku.
- Papiernik-Wojdera M. (2011). Gotówkowa stopa zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 685. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 46, 557–567.
- Pop M., Stăneanu G. (2012). Implication of decisions of financing policy on the financial profitability and stability of the company. *Annals of the University of Oradea. Economic Science Series*, 21 (1), 399–404.
- Prezas A.P. (1992). Effects of depreciation and corporate taxes on asset life under debt-equity financing. *The Journal of The Financial Management Association*, 21 (2), 24–30.
- Scott D. (1929). Valuation for depreciation and the financing of replacements. *Accounting Review*, 4 (4), 221–226.
- Sierpińska M., Wędzki D. (1997). *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*. Warszawa: PWN.
- Sierpińska-Sawicz A. (2014). Cele finansowe w strukturze celów przedsiębiorstwa. W: M. Kowalik, A. Sierpińska-Sawicz (red.), *Aktualne problemy funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstw* (s. 19–37). Warszawa: Wydawnictwo Vizja-Press.
- Skowronek-Mielczarek A. (2007). *Małe i średnie przedsiębiorstwa – źródła finansowania*. Warszawa: C.H. Beck.
- Sobiech J. (2002). *Kapitałowa strategia przedsiębiorstwa*. Poznań: Akademia Ekonomiczna w Poznaniu.

- Sobolewski H. (2000). Finansowanie przemian strukturalnych majątku przedsiębiorstwa. W: Zarządzanie finansami – współczesne tendencje w teorii i praktyce. Materiały konferencyjne Uniwersytetu Szczecińskiego (s. 705–715). T. 1. Szczecin: Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego.
- Stolarski A. (2012). Konsekwencje podatkowe i parapodatkowe a wybór formy prawnej przez MŚP. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 708. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 52, 283–293.
- Szczepański J., Szyszko L. (2007). *Finanse przedsiębiorstwa*. Warszawa: PWE.
- Śliwa J. (2007). Źródła pozyskiwania kapitałów przez przedsiębiorstwo. W: *Zarządzanie finansami w złożonych organizacjach gospodarki* (s. 190–197). Warszawa: Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.
- Tokarski A. (2007). *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw produkcyjnych*. Toruń: Wydawnictwo Adam Marszałek.
- Turnovsky S.J. (1967). The allocation of corporate profits between dividends and retained earnings. *Review of Economics & Statistics*, 49 (4), 363–375.
- Wasilewski M., Nowak P. (2006). Relacje w majątku i źródłach finansowania przedsiębiorstw rolniczych. *Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego*, 1, 519–528.
- Waśniewski T., Skoczylas W. (2002). *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*. Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce.
- Zuca M.R. (2013). The accounting treatment of asset depreciation and the impact on result. *Annals of The University of Petrosani Economics*, 13 (2), 271–280.
- Zalewski H. (2006). *Gospodarka finansowa przedsiębiorstwa. Budżetowanie działalności jednostek gospodarczych – teoria i praktyka*. Cz. IV. Kraków: Wydawnictwo ART-TEKST.
- Zygmunt A. (2003). Przesłanki wyboru źródeł finansowania przedsiębiorstw (na przykładzie spółek sektora chemicznego). *Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu*, 974, 391–401.

#### SELF-FINANCING IN AGRICULTURE ENTERPRISES PERFORMANCE

**Abstract:** The aim of this study was to evaluate the factors affecting the level of self-financing on the example of agricultural enterprises. The study also presents a literature review in range of the role of self-financing with a reference to the theory of capital structure. The Author selected agricultural enterprises that were operating in the research period 2006–2012. The analyzed entities were single company's of Agricultural Property Agency, and companies that were fully acquired by natural and legal persons. The level of self-financing in agricultural enterprises was strongly determined by the assets profitability and the possibility of obtaining the long-term financing for investment purposes. The added value of conducted surveys was identification of the determinants of self-financing with respect to financial surplus and depreciation, funds from the sale of assets and financing gained from the accelerated rotation of capital.

**Keywords:** self-financing, financial surplus, agriculture enterprises

#### Cytowanie

- Mądra-Sawicka M. (2016). Samofinansowanie działalności w przedsiębiorstwach rolniczych. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82/1), 425–435. DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/1-36.