

Finansowanie wewnętrzne małych przedsiębiorstw przetwórstwa spożywczego

Magdalena Mądra-Sawicka*

Streszczenie: *Cel* – celem badań była ocena poziomu i struktury finansowania wewnętrznego w małych przedsiębiorstwach sektora przetwórstwa spożywczego.

Metodologia badania – badania przeprowadzono na podstawie danych z formularza F-02 GUS dotyczącego przedsiębiorstw niefinansowych. Do badanej próby zakwalifikowano przedsiębiorstwa z działu PKD 10.0 i 11.0 w okresie badawczym 2010–2015. Wyniki badań przedsiębiorstw małych zestawiono z wielkościami średnimi dla badanych zmiennych w wybranej branży. Poziom finansowania wewnętrznego został określony na podstawie wielkości zysku netto, amortyzacji, środków pozyskanych ze sprzedaży majątku oraz z tytułu poprawy gospodarowania kapitałem.

Wynik – w badanym okresie największe znaczenie w finansowaniu wewnętrznym małych przedsiębiorstw należał do zysku netto i amortyzacji, które łącznie stanowiły udział 81,5% dostępnych środków. W małych przedsiębiorstwach w porównaniu do wielkości średnich w badanej branży wyższy poziom zysku netto oraz rentowności sprzedaży oddziaływał słabiej na wzrost wielkości finansowania wewnętrznego. W przypadku poziomu zadłużenia w małych podmiotach wzrost tej zmiennej przyczyniał się w mniejszym zakresie do ograniczania finansowania wewnętrznego w porównaniu do wielkości średnich dla badanych przedsiębiorstw.

Oryginalność/wartość – przeprowadzone badania pozwalają na identyfikację roli samofinansowania w podejmowanych decyzjach w zakresie kształtowania struktury kapitału małych przedsiębiorstw na tle badanej branży.

Słowa kluczowe: finansowanie wewnętrzne, małe przedsiębiorstwa, sektor przetwórstwa spożywczego

Kody klasyfikacji JEL: G31, Q12

Wprowadzenie

Ważną rolę w zakresie dostępu do finansowania zewnętrznego pełni skłonność do podejmowania ryzyka, która może powodować, iż zarządzający preferują strategię finansowania opartą na samofinansowaniu. Dążenie do finansowania wewnętrznego przez zarządzających wynika z podejmowania działań ukierunkowanych na izolowanie się od rynków kapitałowych (Jerzemowska, 2015, s. 48). Bardziej konserwatywne podejście wobec strategii finansowania występuje w przypadku małych przedsiębiorstw, które mają również ograniczoną możliwość do zwiększenia zaangażowania długu. W odniesieniu do teorii hierarchii źródeł finansowanie to konsekwencja działań podejmowanych przez zarządzających, którzy dążą

* dr Magdalena Mądra-Sawicka, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie, 02-787 Warszawa, ul. Nowoursynowska 166, e-mail: magdalena_madra@sggw.pl

do utrzymania swobody finansowej uwarunkowanej dostępnością preferowanych źródeł kapitału (Bartholdy, Mateus, Olson, 2015, s. 855). Z drugiej strony przedsiębiorstwa posiadające dobrą reputację na rynku mają dostęp do finansowania zewnętrznego w większym zakresie, ograniczając wykorzystanie finansowania wewnętrznego, pochodzącego między innymi z zysków zatrzymanych (Diamond, 1989, s. 828–862).

W badaniach z zakresu struktury kapitału nie ma jednoznacznej zgodności w ocenie siły związku występującego pomiędzy wielkością przedsiębiorstw a stopniem finansowania zewnętrznego i wewnętrznego. W badaniach nie ma również jednoznacznego potwierdzenia tezy, iż wraz z wyczerpaniem finansowania wewnętrznego zarządzający preferują kapitał obcy, gdyż innym rozwiązaniem może być podwyższenie kapitału własnego (Panfil, 2008, s. 62). Ponadto badania w zakresie struktury kapitału małych przedsiębiorstw dotyczą głównie determinant finansowania zewnętrznego, często niedostępnego dla tych podmiotów. Wysoki poziom finansowania wewnętrznego prowadzić może do przyjęcia konserwatywnej strategii finansowania, przy której stopa wzrostu przedsiębiorstwa nie będzie uzależniona od finansowania zewnętrznego, a jedynie od efektywności operacyjnej (Kołosowska, Tokarski, Tokarski, Chojnacka, 2006, s. 50). Z drugiej strony wolne środki finansowe pochodzące z finansowania wewnętrznego wpływają na zdolność i skłonność do inwestowania (Kusz, 2009, s. 20–21), ale mogą również ograniczać tempo wzrostu.

Wielkość przedsiębiorstwa, dynamika wzrostu przychodów ze sprzedaży oraz relacje kapitału obcego do własnego kształtują poziom kapitału obrotowego netto (Horrigan, 1965, s. 562–563; Richardson, Kane, Lobingier, 1998, s. 167–186). Znaczenie tych determinant wynika ze specyfiki cyklu konwersji gotówki podmiotów w danej branży, co może powodować zróżnicowane zapotrzebowanie na finansowanie wewnętrzne i zewnętrzne (Hill, 2010, s. 783–805), a także zmiany w zakresie rentowności (Deloof, 2003, s. 573–587). Poziom finansowania wewnętrznego warunkuje dostępność środków pieniężnych, które wymagają odpowiedniej koordynacji i kontroli z zakresu przepływów pieniężnych działalności operacyjnej (Coluzzi, Ferrando, Martinez-Carrascal, 2012, s. 12).

Celem badania była ocena stopnia i struktury finansowania wewnętrznego małych przedsiębiorstw przetwórstwa spożywczego. Ponadto ocenie poddano relacje występujące pomiędzy finansowaniem wewnętrznym a poziomem zadłużenia oraz rentownością sprzedaży.

1. Pojęcie *finansowania wewnętrznego* w literaturze

Źródła finansowania można podzielić według pochodzenia na wewnętrzne i zewnętrzne. Dla małych i średnich przedsiębiorstw wiodącą rolę pełni finansowanie wewnętrzne (Haynes, 2006, s. 157–168), często utożsamiane z samofinansowaniem. Finansowanie wewnętrzne jest finansowaniem własnym przedsiębiorstw, natomiast finansowanie własne może pochodzić z zewnątrz (Koralun-Bereźnicka, 2008, s. 62). Finansowanie własne utożsamiane jest z kapitałem własnym, odzwierciedlając równowartość składników majątku, które wnoszą właściciele do przedsiębiorstwa wraz z wygoszodarowanym w trakcie prowadzonej działalności

zyskiem, który nie podlega wypłacie. W takim ujęciu kapitał własny może podlegać analizie w zakresie oceny kapitałów powierzonych (stanowiących zasilanie zewnętrzne) oraz kapitału wypracowanego – utożsamianego z zasilaniem wewnętrznym (Czerwińska-Kayzer, 2006, s. 66). W badaniach podjęto tematykę jedynie finansowania wewnętrznego przedsiębiorstw.

Wewnętrzne źródła finansowania tworzy głównie wypracowany i zatrzymany w przedsiębiorstwie zysk, amortyzacja, wpływy ze sprzedaży majątku, a także okresowe nadwyżki środków pieniężnych (Jędrzejczak-Gas, 2008, s. 69–74; Zarębski, 2009, s. 145–146; Panfil, 2008, s. 60–62). Finansowanie wewnętrzne jest utożsamiane z dostępnym saldem środków pieniężnych, którego poziom może być związany z gromadzonymi oszczędnościami w przedsiębiorstwie. Inne podejście dzieli finansowanie wewnętrzne na środki pozyskane wskutek przekształceń majątkowych oraz poprzez kształtowanie kapitału. Ponadto do źródeł finansowania wewnętrznego zaliczyć można środki finansowe pochodzące z utworzonych długookresowych rezerw w kapitale zapasowym (Gorczyńska, Zaniecka, 2006, s. 42–45; Duraj, 2000, s. 122–123). Natomiast konsekwencją tworzenia rezerw jest spadek wartości kapitału własnego przedsiębiorstw warunkowany otoczeniem prawnym, które w znaczący sposób determinuje gospodarowanie kapitałem własnym w zakresie jego pozyskiwania, gromadzenia oraz wykorzystywania zgodnie z obowiązującymi uregulowaniami prawnymi i realizowanymi strategiami finansowymi (Sajnog, 2016, s. 92).

Do kapitału wewnętrznego w przypadku małych przedsiębiorstw, które nie posiadają osobowości prawnej, zaliczane są wypracowane przez właściciela/właścicieli środki z podstawowej działalności. W przedsiębiorstwach posiadających osobowość prawną do wewnętrznych źródeł finansowania kwalifikowane są wypracowane środki pieniężne podczas prowadzenia działalności, które pochodzą z zatrzymanego zysku, amortyzacji oraz wpłaty wspólników (Duraj, 2000, s. 123).

2. Rola finansowania wewnętrznego i cel jego wykorzystania

Finansowanie wewnętrzne pełni istotną rolę w działalności podmiotów w zakresie finansowania pierwotnego, bieżącego oraz inwestycyjnego (Matejun, Szymańska, 2012, s. 212; Chay, Park, Kim, Suh, 2015, s. 149). Finansowanie pierwotne dotyczy wkładu właścicieli, bieżące natomiast wiąże się ze zwiększaniem ilości środków poprzez przekształcenie dóbr rzeczowych w środki pieniężne, które powinny przyczynić się do wzrostu obrotów i zyskowności przedsiębiorstwa. Utrzymanie stałego dostępu do finansowania wewnętrznego wspiera zarządzanie płynnością przedsiębiorstwa. Ponadto kapitał wypracowany pełni istotną rolę zarówno w finansowaniu bieżącej działalności, jak i planowanych inwestycji. Wewnętrzne finansowanie w tym ujęciu będzie pozyskiwane poprzez kształtowanie kapitału w zakresie wielkości zatrzymanego zysku w przedsiębiorstwie. To źródło finansowania wewnętrznego charakteryzuje się najwyższą dostępnością dla przedsiębiorstw (Mac an Bhaird, Lucey, 2011, s. 728), dlatego wielkość zysku zatrzymanego jest odpowiedzialna za wkład właścicieli we wzrost przedsiębiorstwa (Bartkiewicz, 2007, s. 29–30). W przedsiębiorstwach, w których

wystąpiła wysoka reinwestycja zysku, realizowane są inwestycje o najwyższej wartości (Franc-Dąbrowska, 2009b, s. 161–162), wspierając wzrost tych podmiotów.

Amortyzacja stanowi jeden z ważniejszych elementów finansowania wewnętrznego, szczególnie w sytuacji przedsiębiorstw o kapitałochłonnej działalności. Kapitał amortyzacyjny z reguły powinien być przeznaczony na inwestycje związane z odtworzeniem wartości aktywów trwałych. Natomiast rzeczywiste zużycie danego składnika majątku często nie pokrywa się z okresem umorzenia księgowego danego składnika majątku. Kapitał amortyzacyjny może być w takiej sytuacji przeznaczony na finansowanie innych inwestycji lub wydatków przedsiębiorstwa. W wielu badaniach potwierdzono ograniczone możliwości inwestycyjne małych podmiotów, które charakteryzują się niskim poziomem finansowania wewnętrznego (Hubbard, 1998, s. 193–225). Natomiast odpowiednie zarządzanie i kontrola funduszy pochodzących z amortyzacji wpływają korzystnie na rozwój przedsiębiorstw, stanowiąc uzupełniające źródło finansowania inwestycji (Kamoto, 2014, s. 107–125). Przedsiębiorstwa ponoszące wysokie wydatki inwestycyjne cechują się niższym poziomem finansowania wewnętrznego (Bhagat, Moyen, Suh, 2005, s. 451). Ograniczenia te mogą być niższe przy przyjęciu odpowiedniej strategii dokonywanych odpisów amortyzacyjnych, które przyczyniają się do spadku wartości kapitału własnego poprzez negatywny ich wpływ na wynik finansowy netto, z drugiej strony powiększając fundusz amortyzacyjny (Grabowska, 2010, s. 127–128). Wybór danej metody amortyzacji będzie kształtował wartość operacyjnych przepływów pieniężnych netto, wspierając bądź ograniczając samofinansowanie (Iwin-Garzyńska, 2005, s. 99).

W ramach przekształceń majątkowych na poziom finansowania wewnętrznego wpływają zmiany w strukturze majątku w wyniku przyśpieszenia obrotu kapitału, a także sprzedaży majątku (Skowronek-Mielczarek, 2005, s. 21–25). Zmniejszenie danego składnika majątku przekłada się na zwiększenie aktywów innego rodzaju, mogąc przyczynić się do napływu środków pieniężnych do przedsiębiorstwa z zewnątrz w sytuacji, gdy zmianom ulega jedynie struktura aktywów. Tak zdefiniowane finansowanie wewnętrzne dotyczy środków pozyskanych z transformacji majątku (Jędrzejczak-Gas, 2008, s. 69–73; Tokarski, 2007, s. 63). Finansowanie wewnętrzne może być pozyskane wskutek poprawy zarządzania aktywami i zobowiązaniami bieżącymi, co wpływa na przyśpieszenie obrotu kapitału (Szczepankowski, 2004, s. 89). Poprawę cyklu konwersji gotówki, czyli transformację aktywów z formy rzeczowej na pieniężną, mogą usprawnić w przedsiębiorstwie takie formy finansowania jak *factoring* (Duliniec, 2011, s. 32). Dostęp do tego typu finansowania może być ograniczony z uwagi na zbyt wysoki koszt kapitału.

3. Wybrane determinanty finansowania wewnętrznego

Determinanty finansowania wewnętrznego są zbieżne z czynnikami oddziałującymi na finansowanie zewnętrzne (Haynes, 2006, s. 159). Przedsiębiorstwa o wysokiej zyskowności będą ograniczać finansowanie zewnętrzne z uwagi na możliwość pokrywania zapotrzebowania

na kapitał finansowaniem wewnętrznym (Barton, 1989, s. 36–44; Franc-Dąbrowska, 2009a, s. 371; Abor, 2008, s. 397; Bannier, Zahn, 2012, s. 232). W rentownych przedsiębiorstwach zarządzający preferują finansowanie poprzez zysk zatrzymany, a spodziewana zależność pomiędzy rentownością a zaangażowaniem długu jest negatywna, co potwierdzono w wielu badaniach (Myers, Majluf, 1984, s. 187–221; Bevan, Danbolt, 2002, s. 159–170; Mazur, 2007, s. 495–514; Ezeoha, 2008, s. 351–364; Chen, Chen, 2011, s. 10972–10983). Negatywny związek między zyskownością operacyjną a poziomem zadłużenia wynika z możliwości spełniania warunków dodatniego efektu dźwigni finansowej (Łukasik, Naczyński, 2015, s. 77). Finansowanie wewnętrzne w przypadku takich przedsiębiorstw może być przeznaczone na wdrażanie inwestycji, wspierając szybszy wzrost tych jednostek (Bottazzi, Secchi, Tamagni, 2014, s. 111). Ponadto przedsiębiorstwa o wysokiej dynamice wzrostu wymagają większego zaangażowania kapitału obrotowego, który często wspierany jest finansowaniem zewnętrznym. Zależność ta może być jednak wynikiem specyfiki prowadzonej działalności w danej branży, stąd też finansowanie wewnętrzne może być kształtowane przez udział aktywów trwałych w strukturze majątku (Carpenter, Petersen, 2002, s. 299), a także poziom zapotrzebowania na kapitał obrotowy (Mądra, 2010, s. 182–192).

4. Metody badań

Badanie przeprowadzono wśród przedsiębiorstw przetwórstwa spożywczego. Objęto nim małe podmioty zakwalifikowane do badań na podstawie „liczby pracujących” na koniec roku obrotowego (10–49 pracujących). Dane finansowe pochodzą z badania F-02¹ GUS², a opracowane wyniki dotyczą przedsiębiorstw z działu 10.0 (produkcja artykułów spożywczych) i 11.0 (produkcja napojów) według nomenklatury PKD 2007³. Okres badań obejmował lata 2010–2015, a liczba podmiotów w badanej grupie wynosiła odpowiednio: 2662, 2653, 2640, 2640, 2620 oraz 2548, w tym liczba przedsiębiorstw zakwalifikowanych jako małe: 1277, 1269, 1271, 1294, 1265 oraz 1208⁴.

W opracowaniu przedstawiono strukturę finansowania wewnętrznego przy uwzględnieniu środków pozyskiwanych z przyspieszenia obrotu kapitału obrotowego (zmiana wielkości

¹ To badanie przedsiębiorstw niefinansowych pełniące rolę uzupełniającą do bazy sprawozdań SP. Kierowane jest do jednostek o liczbie pracujących 10 i więcej osób. Baza tych sprawozdań stanowi jedno ze źródeł danych dla rachunków narodowych GUS.

² Opracowane dane z GUS zostały zakupione w ramach realizacji grantu wewnętrznego Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie w 2016 r.

³ Badaniami objęto PKD 10.0 i 11.0, w tym grupy: 10.1 – Przetwarzanie i konserwowanie mięsa oraz produkcja wyrobów z mięsa, 10.2 – Przetwarzanie i konserwowanie ryb, skorupiaków i mięczaków, 10.3 – Przetwarzanie i konserwowanie owoców i warzyw, 10.4 – Produkcja olejów i tłuszczów pochodzenia roślinnego i zwierzęcego, 10.5 – Wytwarzanie wyrobów mleczarskich, 10.6 – Wytwarzanie produktów przemiału zbóż, skrobi i wyrobów skrobiowych, 10.7 – Produkcja wyrobów piekarskich i mącznych, 10.8 – Produkcja pozostałych artykułów spożywczych oraz 10.9 – Produkcja gotowych pasz i karm dla zwierząt oraz 11.0 – Produkcja napojów.

⁴ Udział małych podmiotów w próbie stanowił w latach 2010–2015 odpowiednio: 48,0%; 47,8%; 48,1%; 49,0%; 48,3% oraz 47,4%.

kapitału obrotowego), zysku netto⁵, odpisów amortyzacyjnych oraz ze sprzedaży majątku. Obliczoną wartość finansowania wewnętrznego odniesiono do poziomu majątku ogółem. Wyniki dla małych przedsiębiorstw porównano do wielkości średnich w podziale na dane grupy PKD. Dla oceny zróżnicowania finansowania wewnętrznego badanych przedsiębiorstw analizie poddano poziom zadłużenia oraz rentowność sprzedaży w zakresie działalności operacyjnej (*return on sale* – ROS).

W badaniach założono hipotezę dotyczącą negatywnego wpływu wzrostu finansowania wewnętrznego na poziom zadłużenia oraz dodatniego wpływu występującego w odniesieniu do rentowności sprzedaży przy uwzględnieniu wyniku na działalności operacyjnej.

5. Wyniki badań

W tabeli 1 zaprezentowano statystyki opisowe dla relacji źródeł finansowania wewnętrznego do majątku ogółem. Zmienna ta przedstawia poziom dostępności tego źródła finansowania w badanych przedsiębiorstwach. Średni poziom finansowania wewnętrznego był na zbliżonym poziomie w przedsiębiorstwach małych, jak i średnio w badanych podmiotach. Wielkość ta kształtowała się na poziomie 13% w okresie badawczym. Mediana badanej relacji była jednak wyższa od średniej w przypadku wielkości dla całej próby o 1,12 p.p. i wynosiła 14,36%. W małych przedsiębiorstwach różnica ta była mniejsza i wynosiła 0,67 p.p. Zakres rozstępu tej zmiennej był wyższy w przypadku małych podmiotów (37,97 p.p.) niż średnio w próbie. Przełożyło się to na nieznacznie wyższy poziom zmienności finansowania wewnętrznego w relacji do aktywów w przypadku małych podmiotów, dla który współczynnik zmienności wyniósł 53,43%.

Tabela 1

Statystyki opisowe zmiennej relacja źródeł finansowania wewnętrznego do aktywów ogółem w latach 2010–2015

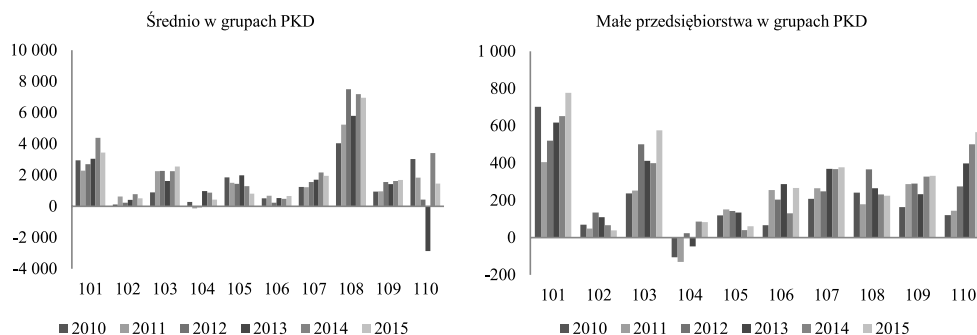
Wyszczególnienie	Średnia (%)	Mediana (%)	Minimum (%)	Maksimum (%)	Rozstęp (p.p.)	Wsp. zmn. (%)
Średnio	13,24	14,36	-10,66	25,27	35,94	52,30
Małe	13,05	13,72	-7,90	30,07	37,97	53,43

Źródło: opracowanie własne.

Poziom finansowania wewnętrznego był wyższy w przypadku średniej wielkości tych środków przypadających na jedno przedsiębiorstwo w porównaniu do podmiotów małych (rys. 1). Różnica pomiędzy wartością dostępnego finansowania wewnętrznego wskazywała nawet w przypadku grupy podmiotów o PKD 10.8 na 25-krotnie wyższą wartość tych środków w przypadku wielkości średniej w próbie niż w małych podmiotach. Tak wysoką

⁵ Brak danych w zakresie zysku zatrzymanego.

różnicę odnotowano również dla przedsiębiorstw o PKD 10.5, w których było 16-krotnie mniej tych środków w przedsiębiorstwach małych.

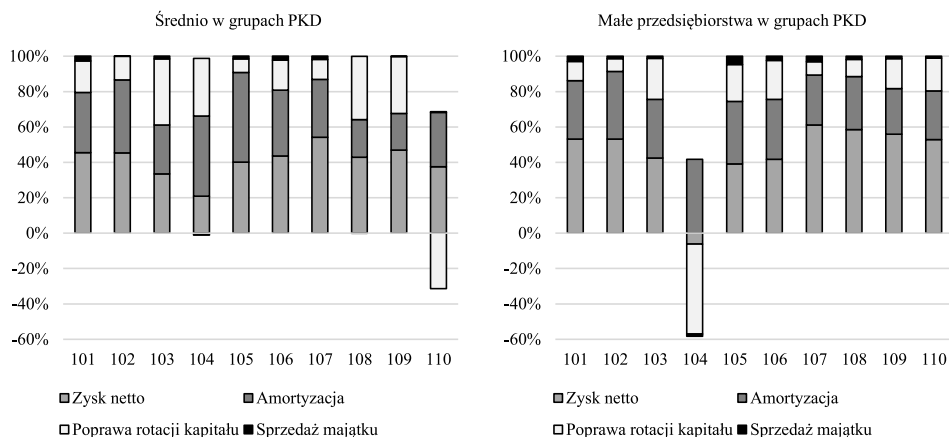


Rysunek 1. Średnia wartość finansowania wewnętrznego w przedsiębiorstwie małym i średnio według PKD (tys. zł)

Źródło: opracowanie własne.

Najmniejsza różnica pomiędzy wartością dostępnego finansowania wewnętrznego wystąpiła w grupie o PKD 10.6 – małe podmioty miały jedynie 3-krotnie mniej środków pochodzących z finansowania wewnętrznego wobec wielkości średniej dla tej grupy. Zróżnicowanie tych wielkości pomiędzy dwiema grupami wynikać mogło ze skali prowadzonej działalności, która cechuje się wyższą zmiennością warunkowaną specyfiką produkcji oraz transakcji w danej grupie PKD 10.0 i 11.0.

Na rysunku 2 przedstawiono relację wyróżnionych dla celów badania źródeł finansowania wewnętrznego w podziale na małe podmioty, jak i wielkość średnią w badanej grupie przedsiębiorstw. Najwyższy udział w finansowaniu wewnętrznym stanowił zysk netto (w małych podmiotach 49,6% wartości tych środków). W badanej próbie przedsiębiorstw wielkość ta wyniosła średnio 47,4%. Drugim istotnym źródłem finansowania wewnętrznego w badanych podmiotach były odpisy amortyzacyjne. Środki pochodzące z amortyzacji cechowały się wyższym poziomem w przypadku wielkości średniej dla danej próby, dla której udział ten wyniósł 39,4%. W małych podmiotach po wykluczeniu grupy 10.4, w której odnotowano stratę netto, poziom środków pochodzących z amortyzacji stanowił 31,9% w badanym okresie. Trzecim w kolejności najwyższym wartościowo źródłem finansowania wewnętrznego były środki pochodzące z poprawy obrotu kapitału obrotowego. Dostępność tej formy finansowania charakteryzowała się wysokim zróżnicowaniem ze względu na przynależności do danej grupy PKD i związane z tym zmiany w zarządzaniu kapitałem obrotowym netto w badanym okresie.



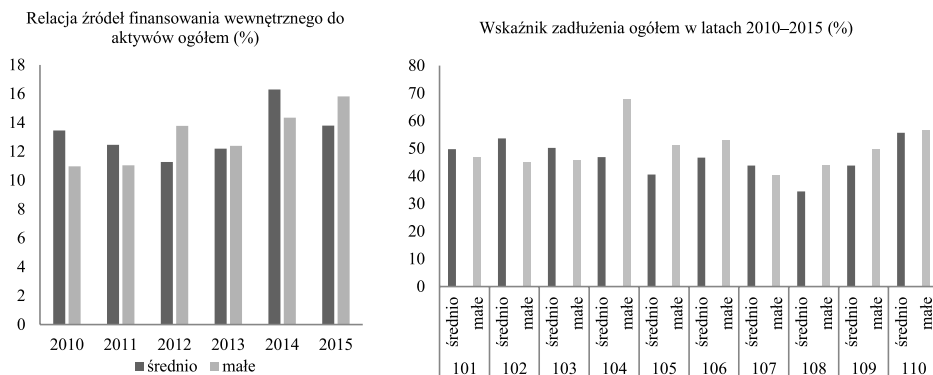
Rysunek 2. Struktura głównych źródeł finansowania wewnętrznego w latach 2010–2015

Źródło: opracowanie własne.

Relacja źródeł finansowania wewnętrznego do aktywów ogółem (rys. 3) nie wskazywała na jednolity trend zmian zarówno dla małych przedsiębiorstw, jak i dla wielkości średnich w badanej próbie. Wskaźnik ten cechował się wyższym poziomem średnio w grupie w porównaniu do małych podmiotów w 2010 roku o 2,5 p.p., w 2011 roku – o 1,4 p.p. i w 2014 roku – o 1,9 p.p. W pozostałych latach relacja ta była wyższa w podmiotach małych w 2012 roku o 2,5 p.p., w 2013 roku – o 0,2 p.p. oraz w 2015 roku – o 2,0 p.p.

Poziom finansowania wewnętrznego kształtuje zapotrzebowanie na finansowanie zewnętrzne. Wskaźnik zadłużenia ogółem w latach 2010–2015 wyniósł w przedsiębiorstwach małych od 40,3% w grupie podmiotów o PKD 10.7 do 67,8% w grupie podmiotów o PKD 10.4. W przypadku średniej wielkości tego wskaźnika w badanej próbie jego najniższy poziom wyniósł 34,3% w przedsiębiorstwach o PKD 10.8, natomiast najwyższy odnotowano w grupie podmiotów o PKD 11.0 – 55,7%. Wielkość średnia w badanej populacji wskaźnika zadłużenia wyniosła 46,5%, natomiast w małych podmiotach była wyższa i wyniosła 50,0%. Relacja ta wskazuje na większe zapotrzebowanie na finansowanie zewnętrzne w porównaniu do wielkości średniej w badanej próbie podmiotów pomimo zróżnicowanej dostępności do finansowania wewnętrznego w danych grupach PKD.

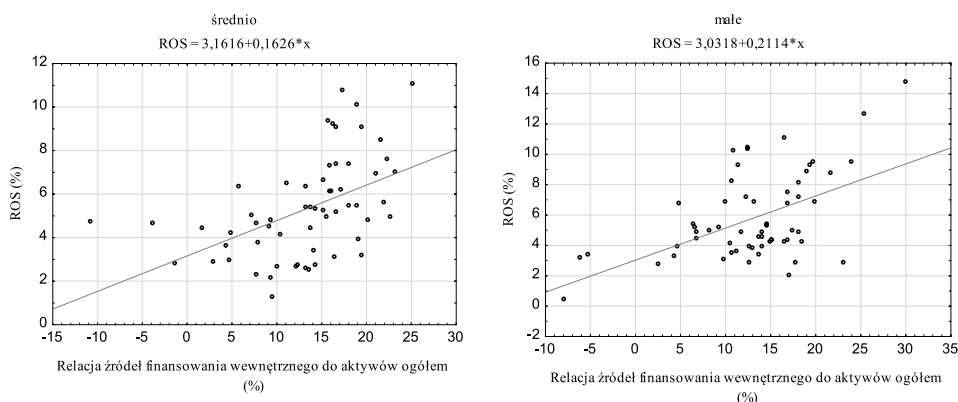
Poziom finansowania zewnętrznego przewyższał oszacowany poziom finansowania wewnętrznego. W badanym okresie w małych podmiotach był wyższy o 33,3 p.p., natomiast średnio w badanej próbie o 35,1 p.p. W badanym okresie nie odnotowano jednolitych tendencji zmian tej wielkości (rys. 3).

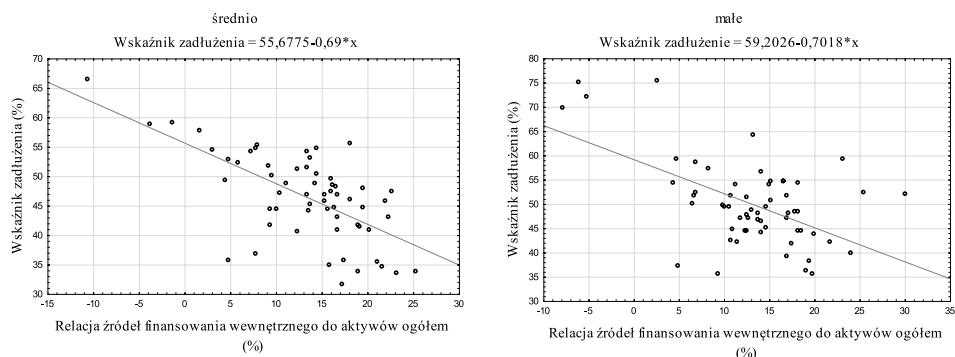


Rysunek 3. Finansowanie wewnętrzne a poziom zadłużenia przedsiębiorstw

Źródło: opracowanie własne.

Na rysunku 4 przedstawiono relację finansowania wewnętrznego w stosunku do majątku ogółem w odniesieniu do ROS oraz poziomu zadłużenia według wyróżnionych grup PKD w latach 2010–2015. Zarówno w badanej próbie podmiotów, jak i w małych przedsiębiorstwach poziom finansowania wzrastał wraz z wyższym poziomem rentowności sprzedaży. Dla oszacowanej funkcji liniowej zarówno w przypadku wielkości średnich w badanej populacji, jak i dla małych przedsiębiorstw finansowanie wewnętrzne było dostępne przy uzyskaniu rentowności sprzedaży na poziomie wyższym niż 3%. Współczynnik w oszacowanym równaniu liniowym dla zmiennej finansowanie wewnętrzne w relacji do aktywów ogółem (x) był wyższy dla przedsiębiorstw małych (0,2114) wobec wielkości średniej w badanej grupie (0,1626).





Rysunek 4. Finansowanie wewnętrzne a poziom rentowności sprzedaży i zadłużenia w latach 2010–2015

Źródło: opracowanie własne.

Wraz ze wzrostem relacji finansowania wewnętrznego do aktywów ogółem poziom zadłużenia zmniejszał się. Tendencja ta była zachowana zarówno w małych przedsiębiorstwach, jak i w badanej próbie. W małych przedsiębiorstwach wraz ze wzrostem finansowania wewnętrznego poziom zadłużenia zmniejszał się o 0,70%, natomiast średnio w badanej populacji o 0,69%. Wyższy poziom zadłużenia w przedsiębiorstwach małych przyczyniał się do spadku finansowania wewnętrznego, co wskazywać może na ograniczone możliwości wykorzystania pozytywnego efektu dźwigni finansowej (w przypadku małych przedsiębiorstw 59,2%, a średnio 55,7%), co może być związane z wyższym kosztem kapitału ponoszonym przez te jednostki.

Wartość finansowania wewnętrznego wobec aktywów ogółem odniesiono do wybranych determinant, mierząc ich siłę i kierunek związku za pomocą współczynnika porządku rang Spearmana (tab. 2). Z uwagi na wysoki udział zysku netto jako kategorii finansowania wewnętrznego dodatkowo przedstawiono również tę siłę zależności w podziale na małe przedsiębiorstwa i wielkości średnie w badanej grupie. Znaczenie zysku netto w kształtowaniu finansowania wewnętrznego było wyższe w przypadku przedsiębiorstw małych, dla których współczynnik korelacji wyniósł 0,6126. Finansowanie wewnętrzne było silniej powiązane z poziomem zadłużenia (zależność ta odnotowała ujemną korelację) w przypadku wielkości średniej w badanej próbie ($-0,5887$) niż w podmiotach małych ($-0,3627$). Wzrost poziomu finansowania wewnętrznego w mniejszym zakresie wpływał na spadek zadłużenia w małych podmiotach w porównaniu do wielkości średnich w badanej próbie. Wskazuje to na wyższe zapotrzebowanie na finansowanie wewnętrzne małych podmiotów przetwórstwa spożywczego niż w badanej grupie podmiotów ogółem. Wyższy poziom odpisów amortyzacyjnych występował średnio w branży w porównaniu do małych przedsiębiorstw. Powoduje to, iż małe podmioty mogą w mniejszym stopniu kształtować finansowanie wewnętrzne za pośrednictwem funduszu amortyzacyjnego, co wynika z realizacji inwestycji o mniejszej wartości pozwalającej na podjęcie niższego ryzyka.

Poziom finansowania wewnętrznego w relacji do aktywów ogółem był silniej kształtowany przez rentowność sprzedaży w przypadku wielkości średniej w badanej próbie (0,5956) niż w małych przedsiębiorstwach (0,3687). Wskazuje to na mniejsze możliwości zwiększania dostępności do finansowania wewnętrznego w małych podmiotach dzięki poprawie rentowności sprzedaży.

Tabela 2

Korelacja porządku rang Spearmana

Wyszczególnienie	Relacja źródeł finansowania wewnętrznego do aktywów ogółem	
	średnio	małe
Zysk netto	0,4451*	0,6126*
Wskaźnik zadłużenia	-0,5887*	-0,3627*
ROS	0,5956*	0,3687*

* Oznaczone współczynniki korelacji są istotne z $p < 0,05000$.

Źródło: opracowanie własne.

Uwagi końcowe

Celem opracowania była ocena poziomu i znaczenia finansowania wewnętrznego w relacji do wartości majątku. Na podstawie przeprowadzonych badań potwierdzono hipotezy badawcze. Wzrost rentowności sprzedaży zwiększał dostępność do finansowania wewnętrznego, natomiast nie był jedyną determinantą kształtującą poziom tego źródła finansowania w badanej próbie przedsiębiorstw. Badane podmioty w znaczącym stopniu korzystały z finansowania obcego, które przewyższało oszacowaną dostępność finansowania wewnętrznego średnio ponad 3-krotnie. Wzrost finansowania wewnętrznego przyczyniał się do ograniczenia finansowania obcego w badanych podmiotach, co potwierdza założenia teorii hierarchii źródeł finansowania. Tempo ograniczania finansowania zewnętrznego wraz z wyższym poziomem finansowania wewnętrznego było wyższe w przypadku małych przedsiębiorstw. Potwierdza to akceptację wzrostu ryzyka finansowego w sytuacji braku własnych środków oraz jego ograniczanie wraz ze zwiększoną dostępnością do samofinansowania.

Poziom finansowania wewnętrznego w małych przedsiębiorstwach przetwórstwa spożywczego był w większym stopniu kształtowany przez rentowność sprzedaży w porównaniu do wyników dla całej branży. W małych podmiotach w porównaniu do średnich wystąpiła słaba zależność korelacyjna pomiędzy relacją finansowania wewnętrznego a wskaźnikiem zadłużenia oraz ROS, co potwierdza większe zapotrzebowanie na finansowanie wewnętrzne tych jednostek w porównaniu do całego sektora przetwórstwa spożywczego.

Ograniczeniem przeprowadzonych badań jest prezentacja danych przedstawiających wielkości średnie dla danych grup PKD według działu 10.0 i 11.0. Dalsze badania powinny być ukierunkowane na ocenę zmian w zakresie kształtowania kapitału obrotowego w celu

zwiększenia efektywności wykorzystania finansowania wewnętrznego. Uzyskane efekty badań dotyczą decyzji finansowanych, zarówno krótko-, jak i długoterminowych, w zakresie kształtowania strategii finansowania przez zarządzających małymi przedsiębiorstwami w sytuacji występowania stałej lub okresowej nadwyżki albo niedoboru finansowania wewnętrznego.

Literatura

- Abor, J. (2007). Debt Policy and Performance of SMEs: Evidence from Ghanaian and South African Firms. *The Journal of Risk Finance*, 8 (4), 364–379.
- Bannier, C.E., Zahn, S. (2012). Are SMEs Large Firms in Miniature? Evidence from the Growth of German SMEs. *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, 17 (2), 220–248.
- Bartholdy, J., Mateus, C., Olson, D. (2015). Do Portuguese Private Firms Follow Pecking Order Financing? *The European Journal of Finance*, 21 (10–11), 848–866.
- Bartkiewicz, P., Blanke-Lawniczak, K., Szczepański, M. (2007). *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teoretyczne, przykłady, zadania*. Poznań: Wyd. Politechniki Poznańskiej.
- Barton, S.L., Hill, N.C., Srinivasan, S. (1989). An Empirical Test of Stakeholder Theory Predictions of Capital. *Financial Management*, 18 (1), 36–44.
- Bevan, A.A., Danbolt, J. (2002). Capital Structure and Its Determinants in the United Kingdom – A De-compositional Analysis. *Applied Financial Economics*, 12 (3), 159–170.
- Bhagat, S., Moyen, N., Suh, I. (2005). Investment and Internal Funds of Distressed Firms. *Journal of Corporate Finance*, 11 (3), 449–472.
- Bottazzi, G., Secchi, A., Tamagni, F. (2014). Financial Constraints and Firm Dynamics. *Small Business Economics*, 42 (1), 99–116.
- Carpenter, R.E., Petersen, B.C. (2002). Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance? *Review of Economics and Statistics*, 84 (2), 298–309.
- Chay, J.B., Park, S.H., Kim, S., Suh, J. (2015). Financing Hierarchy: Evidence from Quantile Regression. *Journal of Corporate Finance*, 33, 147–163.
- Chen, S.Y., Chen, L.J. (2011). Capital Structure Determinants: An Empirical Study in Taiwan. *African Journal of Business Management*, 5 (27), 10974–10983.
- Coluzzi, C., Ferrando, A., Martinez-Carrascal, C. (2015). Financing Obstacles and Growth: An Analysis for Euro Area Non-financial Firms. *The European Journal of Finance*, 21 (10–11), 773–790.
- Czarecki, J. (2007). *Faktoring jako instrument finansowania działalności MSP*. Warszawa: PWN.
- Czerwinska-Kayzer, D. (2006). Alternatywne źródła finansowania długoterminowego w małych i średnich przedsiębiorstwach. *Roczniki Akademii Rolniczej w Poznaniu. Ekonomia*, 5, 65–79.
- Deloof, M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, 30 (3/4), 573–587.
- Diamond, D.W. (1989). Reputation Acquisition in Debt Markets. *Journal of Political Economy*, 97 (4), 828–862.
- Duliniec, A. (2011). *Finanse przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*. Warszawa: PWE.
- Duraj, J. (2000). *Podstawy ekonomiki przedsiębiorstwa*. Warszawa: PWE.
- Ezeoha, A.E. (2008). Firm Size and Corporate Financial-leverage Choice in a Developing Economy- Evidence from Nigeria. *The Journal of Risk Finance*, 9 (4), 351–364.
- Franc-Dąbrowska, J. (2009a). Does Dividend Policy Follow the Capital Structure Theory? *Managing Global Transitions*, 7 (4), 367–382.
- Franc-Dąbrowska, J. (2009b). Zysk zatrzymany a sytuacja finansowa przedsiębiorstw rolniczych. W: P. Szczepankowski (red.), *Zarządzanie we współczesnych przedsiębiorstwach* (s. 141–162). T. 2. Warszawa: Vizja.

- Gorczyńska, M., Zaniecka, K. (2006). *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*. Warszawa: Stowarzyszenie Księgowych w Polsce.
- Grabowska, M. (2010). Rola amortyzacji w kształtowaniu majątkowej strategii gospodarowania kapitałem zasobowym przedsiębiorstwa. *Acta Universitatis Lodziensis, Folia Oeconomica*, 236, 77–91.
- Haynes, C.O.W. (2006). Acquisition of Additional Equity Capital by Small Firms – Findings from the National Survey of Small Business Finances. *Small Business Economics*, 27 (2–3), 157–168.
- Hill, M.D., Kelly, G.W., Highfield, M.J. (2010). Net Operating Working Capital Behavior: A First Look. *Financial Management*, 39 (2), 783–805.
- Horrigan, J.O. (1965). Some Empirical Bases of Financial Ratio Analysis. *The Accounting Review*, 40 (3), 558–568.
- Hubbard, R.G. (1998). Capital Market Imperfections and Investment. *Journal of Economic Literature*, 36 (1), 193–225.
- Iwin-Garzyńska, J. (2005). *Kapitał amortyzacyjny w zarządzaniu finansami*. Warszawa: PWE.
- Jerzemska, M., Hajduk, A. (2015). Wpływ rentowności przedsiębiorstwa na strukturę kapitału na przykładzie spółek akcyjnych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie*, 2 (938), 45–57.
- Jędrzejczak-Gas, J. (2008). Samofinansowanie przedsiębiorstw. *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstw*, 2, 69–73.
- Kamoto, S. (2014). Impacts of Internal Financing on Investment Decisions by Optimistic and Overconfident Managers. *European Financial Management*, 20 (1), 107–125.
- Kołosowska, B., Tokarski, A., Tokarski, M., Chojnacka, E. (2006). *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw*. Kraków: Oficyna Ekonomiczna.
- Koralun-Bereźnicka, J. (2008). *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa: podstawy teoretyczne, przykłady, zadania*. Gdynia: Wyd. Akademii Morskiej w Gdyni.
- Kusz, D. (2009). *Procesy inwestycyjne w praktyce gospodarstw rolniczych korzystających z funduszy strukturalnych Unii Europejskiej*. Rzeszów: Oficyna Wydawnicza Politechniki Rzeszowskiej.
- Łukasik, G., Naczyński, D. (2015). Rola struktury kapitału w kształtowaniu wartości przedsiębiorstwa (elementy teorii, doświadczenia praktyki). *Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, 112, 75–86.
- Mac an Bhaird, C., Lucey, B. (2011). An Empirical Investigation of the Financial Growth Lifecycle. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 18 (4), 715–731.
- Matejun, M., Szymańska, K. (2012). *Finansowanie i wspomaganie rozwoju firm sektora MSP. Zarządzanie małą i średnią firmą w teorii i w ćwiczeniach*. Warszawa: Difin.
- Mazur, K. (2007). The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence from Polish Companies. *International Advances in Economic Research*, 13, 495–514.
- Mądra, M. (2010). Determinanty kapitału obrotowego netto w gospodarstwach rolniczych. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Finanse Przedsiębiorstw*, 98, 182–192.
- Myers, S.C., Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.
- Panfil, M. (2008). *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków*. Warszawa: Difin.
- Richardson, F.M., Kane, G.D., Lobingier, P. (1998). The Impact of Recession on the Prediction of Corporate Failure. *Journal of Business Finance and Accounting*, 25, 167–186.
- Sajnog, A. (2016). Zarządzanie kapitałem własnym a rentowność giełdowych spółek notowanych na GPW we Frankfurcie nad Menem i GPW w Warszawie. *Acta Universitatis Lodziensis, Folia Oeconomica*, 4 (324), 89–108.
- Skowronek-Mielczarek, A. (2005). *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*. Warszawa: C.H. Beck.
- Szczepankowski, P. (2004). *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa. Podstawy teoretyczne, przykłady i zadania*. Warszawa: Wyd. WSPiZ im. L. Koźmińskiego.
- Tokarski, A. (2007). *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw produkcyjnych*. Toruń: Wyd. Adam Marszałek.

- Waga, M. (2014). Źródła finansowania działalności MSP w kontekście ich sytuacji finansowej. *Studia BAS, I*, 27–47.
- Zarębski, S. (2009). Rola finansowania wewnętrznego działalności gospodarczej przedsiębiorstwa. W: A. Bielawska (red.), *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa* (s. 145–164). Warszawa: C.H. Beck.

INTERNAL FINANCING OF SMALL FOOD PROCESSING ENTERPRISES

Abstract: *Purpose* – the purpose of the study was to assess the level and structure of internal financing in small food processing enterprises.

Design/methodology/approach – the research was carried out on the basis of the F-02 GUS statistical form for non-financial corporations. Companies with PKD 10.0 and 11.0 were included in the sample. The research period covered years 2010–2015. The results of small business studies were compared with average values for the variables tested in the selected industry. The level of internal financing was determined on the basis of the net profit, depreciation, funds raised from the sale of assets and on account of the capital management improvement.

Findings – during the period considered, the greatest contribution to the internal financing of small enterprises was attributable to net profit and depreciation, which together accounted for 81.5% of the available funds. In small enterprises compared to the industry average, higher profit and profitability contributed less to the increase of the internal financing sources. In the case of the debt level, in small entities, the growth of this variable contributed less to the reduction of internal financing compared to the average for the surveyed sample.

Originality/value – the conducted research allows identifying the role of self-financing in the capital structure decision of small enterprises with the comparison to investigated branch tendencies.

Keywords: internal financing, food processing, small companies

Cytowanie

Mądra-Sawicka, M. (2017). Finansowanie wewnętrzne małych przedsiębiorstw przetwórstwa spożywczego. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, 4* (88/2), s. 121–134. DOI: 10.18276/frfu.2017.88/2-09.