

ZNACZENIE WEWNĘTRZNYCH ŹRÓDEŁ FINANSOWANIA W KSZTAŁTOWANIU STRUKTURY KAPITAŁU PRZEDSIĘBIORSTW ROLNICZYCH

Magdalena Mądra-Sawicka
Wydział Nauk Ekonomicznych
Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

Abstrakt. Celem przeprowadzonych badań było określenie zależności pomiędzy poziomem finansowania wewnętrznego a strukturą kapitału. W badaniach określono także relacje poziomu finansowania wewnętrznego w odniesieniu do ponoszonych nakładów inwestycyjnych, poziomu zadłużenia i struktury długu oraz rentowności operacyjnej i kapitału własnego. Badania przeprowadzono dla przedsiębiorstw rolniczych w latach 2009–2012. Na podstawie ich wyników potwierdzono, iż dobór struktury kapitału w badanych podmiotach był determinowany przez poziom finansowania wewnętrznego. Grupy przedsiębiorstw o najniższym i najwyższym poziomie finansowania wewnętrznego istotnie różniły się między sobą ze względu na strukturę kapitału, rentowność operacyjną i rentowność kapitału własnego.

Słowa kluczowe: wewnętrzne źródła finansowania, struktura kapitału, przedsiębiorstwa rolnicze

WSTĘP

Zagadnienie struktury kapitału stanowi nierozwiązany problem optymalnej struktury źródeł finansowania. Większość prowadzonych badań odnosi się do możliwości pozyskania oraz doboru zewnętrznych źródeł finansowania, w sytuacji gdy zarządzający preferują wewnętrzne źródła kapitału. Przy doborze wewnętrznych źródeł kapitału zarządzający eliminują problem asymetrii informacji, zwiększonej kontroli przedsiębiorstwa oraz wyższego poziomu ryzyka finansowego.

Celem artykułu jest próba oceny powiązania nadwyżki finansowej z decyzjami zarządzających przedsiębiorstwami w zakresie kształtowania struktury kapitału. Oceniono także zróżnicowanie poziomu finansowania wewnętrznego ze względu na strukturę źródeł finansowania, rentowność i poziom nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw rolniczych. Przedsiębiorstwa rolnicze cechują się sezonowością działalności oraz bardzo dużym ryzykiem operacyjnym, co podnosi rangę znaczenia wewnętrznych źródeł finansowania w finansowaniu krótko- i długookresowym tych podmiotów gospodarczych.

ZNACZENIE STRUKTURY KAPITAŁU W OCENIE WEWNĘTRZNYCH ŹRÓDEŁ FINANSOWANIA

Prawidłowe funkcjonowanie przedsiębiorstwa warunkuje odpowiednio kształtowana struktura kapitału. Według Grzywacza struktura kapitału jest tożsama ze strukturą źródeł finansowania przedstawianą jako relacja kapitału własnego i obcego [2012]. Butler zwraca uwagę na rolę struktury kapitału, gdyż wraz z odpowiednim doбором źródeł finansowania przez zarządzających można minimalizować koszty kapitału i maksymalizować wartość przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej [2012]. Struktura kapitału przedsiębiorstw kształtowana jest m.in. przez: przyjętą strategią finansowania inwestycji, strukturę aktywów, możliwości wzrostu, politykę dywidendy, wielkość przedsiębiorstwa, ryzyko gospodarcze oraz dochodowość [Mazur 2007, Chojnacka 2012]. Wyróżniane determinanty są odmienne i cechują się różnym stopniem istotności w ramach danej teorii struktury kapitału. Teoria rynków doskonałych zakłada neutralność w doborze źródeł finansowania, teorie rynków niedoskonałych zakładają zaś dominację źródeł wewnętrznych – kształtując decyzje finansowe i inwestycyjne przedsiębiorstw. Jedną z bardziej wpływowych teorii struktury kapitału jest teoria hierarchii źródeł finansowania, która została sformułowana przez Myersa w 1984 roku. Teoria ta zakłada, iż struktura kapitału kształtowana jest według preferencji wyboru źródeł finansowania, a nie ich optymalizacji [Zawadzka 2008]. Preferencje zarządzających przy doborze kapitału obcego zależą od jego pochodzenia oraz możliwości jego pozyskania. Według teorii hierarchii źródeł finansowania im większa możliwość finansowania działalności z kapitału własnego, tym mniejsze znaczenie długu w strukturze kapitału [Myers 1984]. Określona preferencja, według której zarządzający wybierają źródła finansowania, zależy od pochodzenia tego kapitału w podziale na wewnętrzne i zewnętrzne źródła finansowania. Najczęściej stosowanym źródłem finansowania według teorii hierarchii źródeł finansowania jest zatrzymany zysk, następnie dług, jako kapitał zewnętrzny, potem papiery hybrydowe i emisja akcji [Duliniec 2007].



Preferencja wewnętrznych źródeł finansowania przez zarządzających przedsiębiorstwami wynika z braku występowania problemu asymetrii informacji oraz kalkulacji kosztów finansowych [Kubiak 2008]. Zysk zatrzymany będący najbardziej dostępnym źródłem finansowania wewnętrznego jest jedną z przyczyn występowania ujemnej zależności pomiędzy rentownością a poziomem zadłużenia przedsiębiorstw [Hamrol 2004]. Z jednej strony zwiększający się zasób wewnętrznych źródeł finansowania sprzyja ograniczaniu zaangażowania obcego kapitału. Z drugiej strony poziom zadłużenia jest ujemnie skorelowany ze stopą wzrostu przedsiębiorstw, zdefiniowaną jako zmiany w dochodowości [Daskalakis i Psillaki 2005]. Teoria wolnych przepływów pieniężnych Jensena zakłada, że w sytuacji, w której przedsiębiorstwo posiada wolne przepływy pieniężne i niski poziom zadłużenia, zarządzający są bardziej skłonni do podejmowania inwestycji o niskich poziomach rentowności i stopy zwrotu [Jensen 1986]. Większy udział zobowiązań motywuje zarządzających do podnoszenia efektywności prowadzonej działalności, w celu zachowania zdolności do obsługi długu. Wskazywać to może na brak wystarczającej determinacji poprawy efektywności działalności przedsiębiorstw, w sytuacji uzyskiwania bardzo dużej nadwyżki finansowej.

Możliwość samofinansowania działalności determinuje skalę przedsięwzięć podejmowanych w przedsiębiorstwie, a porównanie zamierzeń rozwojowych z dostępnymi źródłami finansowania wyznacza zakres finansowania zewnętrznego i możliwości zabezpieczenia realizacji oczekiwań kapitałodawców [Łukasik 2006]. Przedsiębiorstwa preferują finansowanie kapitałem własnym, z uwagi na niechęć do poddawania się procedurom kontrolnym związanym ze zdobywaniem zewnętrznych źródeł finansowych [Iwin-Garżyńska 2010]. Zbyt niski poziom zaangażowania kapitału własnego może jednak ograniczać wiarygodność przedsiębiorstwa, zmniejszać dostępność do kapitału obcego [Kościelniak 2008] oraz zwiększać ryzyko prowadzonej działalności.

Kapitał własny pełni w podmiotach gospodarczych wiele istotnych funkcji. Wśród nich wyliczyć można funkcje: założycielską, finansową, gwarancyjną, wyrównawczą, pomiarową, reprezentacyjną, informacyjną, roboczą, zabezpieczającą oraz funkcję inicjacyjną [Dudycz 1999, Waśniewski i Skoczyła 2002, Dziawgo i Zawadzki 2011, Chojnacka 2012]. Według Jerzemowskiej funkcje te można podzielić na: poznawczo-informacyjną, dochodowo-motywacyjną, planistyczno-rozliczeniową oraz kontrolną [1996]. Wśród najważniejszych funkcji kapitału obcego wyliczyć można funkcje: uzupełniającą, gwarancyjną i roboczą [Kościelniak 2008]. Kapitał obcy pełni w przedsiębiorstwie istotne funkcje, a ich zakres jest mniejszy niż funkcje, które przypisane są kapitałowi własnemu. Kapitał obcy przejmując funkcje kapitału własnego w sytuacji, gdy zaangażowany kapitał własny nie wystarcza na finansowanie działalności operacyjnej i gdy kapitał obcy przyczynia się do poprawy rentowności przedsiębiorstwa [Kościelniak 2008].



WEWNĘTRZNE ŹRÓDŁA FINANSOWANIA

Finansowanie wewnętrzne jest skutkiem prowadzonej działalności operacyjnej, a nie aktywności na rynku finansowym. Najbardziej ogólne ujęcie finansowania wewnętrznego definiuje je jako uwolnienie środków finansowych w przedsiębiorstwie. Wiązać się to może z przyspieszeniem obiegu pieniądza lub poprawy efektywności działalności przedsiębiorstwa [Zarębski 2009]. Finansowanie wewnętrzne jest często tożsame z pojęciem samofinansowania i oznacza proces finansowania z zatrzymanego zysku, z utworzonych długookresowych rezerw oraz z transformacji majątku [Tokarski 2007]. Inny podział dzieli te źródła na pozyskane z przekształceń majątkowych (bieżące wpływy, fundusz amortyzacyjny, przyspieszenie rotacji majątku obrotowego) oraz przekształceń kapitałowych (zysk zatrzymany, fundusze celowe oraz rezerwy) [Ickiewicz 1998, Kołowska 2013]. Skala finansowania wewnętrznego uzależniona jest od poziomu uzyskiwanej nadwyżki środków z podstawowej działalności operacyjnej. Część środków pozyskanych z towarowego i majątkowego obrotu przeznaczana jest na bieżące inwestycje bądź zaplanowane wydatki inwestycyjne. Poziom możliwości do pozyskania finansowania wewnętrznego może wpływać na podejmowane decyzje inwestycyjne.

Nadmierne preferowanie wewnętrznych źródeł finansowania może prowadzić do zmniejszenia potencjału rozwojowego przedsiębiorstwa. Brak dywersyfikacji źródeł finansowania przyczynia się do rozluźnienia dyscypliny inwestycyjnej oraz umacnia wśród zarządzających preferencję do samowystarczalności. Nieefektywne wykorzystanie wewnętrznych źródeł finansowania przez przedsiębiorstwa może powodować konieczność zwiększenia zaangażowania kapitału obcego [Frelinghaus, Mostert i Firer 2005]. Duży udział kapitału wewnętrznego może świadczyć o większym znaczeniu bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa niż poziom uzyskiwanej zyskowności.

Poziom finansowania wewnętrznego warunkuje bieżące i przyszłe decyzje finansowe zarządzających. Źródło samofinansowania, do którego zaliczane są zysk, amortyzacja oraz nadwyżka uzyskana z przyspieszenia obrotu zapasów i należności, powinno kształtować wzrost aktywów trwałych [Iwin-Garzyńska 2005]. Przy wzroście sprzedaży również może wystąpić większa dynamika przyrostu aktywów trwałych, zapasów, należności przy jednoczesnym ograniczonym finansowaniu wewnętrznym pochodzącym z nadwyżki finansowej [Wrońska 2010]. Zależności te kształtują m.in. decyzje podejmowane przez zarządzających w zakresie struktury kapitału.



METODYKA BADAŃ

Dobór przedsiębiorstw w badaniu empirycznym był celowy. Badaniami objęto przedsiębiorstwa rolnicze o następujących formach prawno-własnościowych: jednoosobowe Spółki Agencji Nieruchomości Rolnych (powstałe według kodeksu handlowego), przedsiębiorstwa dzierżawione przez osoby fizyczne i prawne 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 – Państwowy Instytut Badawczy. Zakres gromadzonych informacji obejmuje zarówno dane finansowe, jak i niefinansowe. Okres badań obejmował lata 2009–2012.

Do badań wybrano przedsiębiorstwa, które w badanych okresie nieprzerwanie kontynuowały swoją działalność. Przedsiębiorstwa w każdym badanym roku podzielono na grupy według metody kwartyli na podstawie zmiennej relacja nadwyżki finansowej do wartości aktywów ogółem (wskaźnik finansowania wewnętrznego) – zmienna objaśniana – y_1 . Nadwyżkę finansową netto, stanowiącą podstawowe wewnętrzne źródło finansowania, obliczono jako sumę zysku zatrzymanego oraz wartości odpisów amortyzacyjnych z danego roku obrotowego. W przeprowadzonych badaniach przyjęto następujące zmienne objaśniające: rentowność operacyjna (x_1)¹, udział zadłużenia w pasywach ogółem (x_2), relacja nakładów inwestycyjnych do aktywów ogółem (x_3), struktura zadłużenia – udział zobowiązań krótkoterminowych w zadłużeniu ogółem (x_4) oraz rentowność kapitału własnego (x_5).

Próbkę badawczą oczyszczono z obserwacji odstających, stosując test Grubbsa². Do badań przyjęto podmioty, które prowadziły nieprzerwanie działalność w badanym okresie³. Dla celów opisu relacji badanych zmiennych wykorzystano statystykę opisową, analizę korelacji nieparametrycznej, analizę regresji oraz wielokrotne porównań średnich rang, a także wykres ramka-wąsy. Pomiędzy wyróżnionymi grupami 25% przedsiębiorstw o najniższym (grupa I) i najwyższym (grupa IV) poziomie wskaźnika finansowania wewnętrznego przeprowadzono test istotności różnic statystycznych. Badania przeprowadzono przy wykorzystaniu pakietu Statistica 10.

¹ Wskaźnik ten obliczono jako wynik na sprzedaży w relacji do przychodów ze sprzedaży. Ocenie w ten sposób poddano jedynie działalność podstawową przedsiębiorstw.

² Test Grubbsa pozwala na identyfikację obserwacji dostających [Grubbs 1969].

³ W każdym roku w próbie było 144 przedsiębiorstwa (36 przedsiębiorstw w każdym kwartalu).



WYNIKI BADAŃ

W tabeli 1 przedstawiono wyniki statystyki opisowej zmiennych dla badanej próby przedsiębiorstwa oraz dla dwóch skrajnie wybranych kwartali przedstawiających przedsiębiorstwa o najniższym i najwyższym poziomie wskaźnika finansowania wewnętrznego. Relacja nadwyżki finansowej do aktywów ogółem wynosiła średnio 14,75%, a dla mediany 12,52%, przy odchyleniu standardowym na poziomie 12,63 p.p. Wskaźnik ten cechował się relatywnie małą zmiennością. Przedsiębiorstwa w badanej populacji odnotowały ujemny wynik na sprzedaży (-8,60% dla średniej i -3,18% dla mediany). W zakresie tego wskaźnika odnotowano dużą zmienność wskazującą na zróżnicowany poziom deficytowości/rentowności badanych podmiotów.

Wskaźnik zadłużenia ogółem, przedstawiający strukturę kapitału, kształtował się na poziomie 11,46%, przy czym wielkość mediany była znacznie mniejsza i wynosiła 3,67%. Zarówno poziom odchylenia standardowego, jak i współczynnik zmienności tego wskaźnika nie wskazywał na duże zróżnicowanie tej zmiennej. Świadczy to o utrzymywaniu zbliżonej struktury kapitału w badanej grupie przedsiębiorstw. Wskaźnik przedstawiający strukturę długu, obliczonego jako relację zobowiązań krótkoterminowych do zobowiązań ogółem, cechował się dużą zmiennością i dużą wielkością mediany, co wskazuje na brak zobowiązań krótkoterminowych w większości badanych przedsiębiorstw. Poziom nakładów inwestycyjnych w relacji do aktywów ogółem wyniósł średnio 9,31%, przy medianie 4,75%. Poziom tego wskaźnika świadczy o realizowaniu przez badane przedsiębiorstwa inwestycji na zróżnicowanym poziomie, co przedstawia współczynnik zmienności, który wyniósł w badanym okresie 143,97%. Pomimo odnotowanej średnio w badanej populacji deficytowości operacyjnej w odniesieniu do działalności podstawowej badanych podmiotów, rentowość kapitału własnego kształtowała się na poziomie 15,01%, przy medianie 11,52%.

Pomiędzy przedsiębiorstwami o najniższym i najwyższym poziomie finansowania wewnętrznego stwierdzono zróżnicowanie w zakresie zyskowności działalności operacyjnej. Przedsiębiorstwa o najniższej relacji nadwyżki finansowej w odniesieniu do aktywów ogółem odnotowały w badanym okresie deficytowość, której poziom wyniósł 29,36%, przy medianie 21,42%. W przedsiębiorstwach o największej relacji nadwyżki finansowej w odniesieniu do aktywów ogółem rentowność operacyjna działalności podstawowej wynosiła średnio 6,54%, natomiast mediana była wyższa o 5,10 p.p. Wskazuje to na lewostronny rozkład ten zmiennej, co potwierdza m.in. wysoki współczynnik zmienności (491,31%). Przedsiębiorstwa o najniższym poziomie finansowania wewnętrznego – kwartył I cechowały się wyższym poziomem zadłużenia ogółem w porównaniu do przedsiębiorstw z kwartyła IV. Wskazuje to na większe zaangażowania kapitału obce-



go w sytuacji generowania niższych nadwyżek finansowych w relacji do majątku ogółem. Pomimo zróżnicowania w zakresie struktury kapitału pomiędzy badanymi grupami, skala nakładów inwestycyjnych w obu kwartylach była zbliżona i wynosiła średnio dla grupy I – 9,60%, a w grupie IV – 7,51%. Poziom mediany tej wielkości był w tych grupach na tym samym poziomie i wyniósł odpowiednio 3,97 i 3,83%.

Badane grupy przedsiębiorstw, podobnie jak dla zyskowności operacyjnej działalności podstawowej, odnotowały wskaźnik ROE dla grupy IV na poziomie 34,90%, natomiast dla grupy I kapitał własny cechował się deficytowością na poziomie –1,66%. Świadczy to o kształtowaniu niskiego poziomu nadwyżki finansowej w grupie I przez ujemny wynik finansowy netto. Wiąże się to z większym znaczeniem amortyzacji w strukturze nadwyżki finansowej tych podmiotów.

Na podstawie macierzy korelacji rang Spearmana (tabela 2) stwierdzono największy istotny współczynnik korelacji pomiędzy zmienną y (relacja nadwyżki finansowej do aktywów ogółem) a wskaźnikiem rentowności kapitału własnego x_5 (0,6682). Niższy poziom korelacji stwierdzono pomiędzy zmienną y a x_1 (0,3723) oraz y a x_2 (–0,1702). Poziom współczynnika w zmiennej objaśnianej i rentowności operacyjnej działalności podstawowej wskazywał na wzrost finansowania

TABELA 1. Wyniki statystyki opisowej (%)

Wyszczególnienie	Zmienne	Średnia	Mediana	Współczynnik zmienności
Ogółem	y	14,75	12,52	85,63
	x_1	–8,60	–3,18	–407,42
	x_2	11,46	3,67	153,98
	x_3	63,65	0,00	886,11
	x_4	9,31	4,75	143,97
	x_5	15,01	11,52	161,19
25% przedsiębiorstw o najmniejszej relacji nadwyżki finansowej w odniesieniu do aktywów ogółem (grupa I)	y	2,51	4,10	245,37
	x_1	–29,36	–21,42	–128,78
	x_{12}	13,42	4,90	140,31
	x_3	56,16	0,00	426,92
	x_4	9,60	3,97	172,41
	x_5	–1,66	0,46	–404,92
25% przedsiębiorstw o największej relacji nadwyżki finansowej w odniesieniu do aktywów ogółem (grupa IV)	y	30,8	26,73	39,61
	x_1	6,54	11,64	491,31
	x_2	5,90	0,00	180,35
	x_3	126,47	0,00	798,26
	x_4	7,51	3,83	125,73
	x_5	34,90	28,21	81,94

Źródło: Opracowanie własne.

wewnętrznego przy jednoczesnym spadku rentowności operacyjnej. Wynika to z roli amortyzacji, która zwiększa poziom nadwyżki finansowej, ale jest też parametrem kształtującym większe koszty, a tym samym mniejszą zyskowność. Istotny, ale również niski, poziom korelacji odnotowano pomiędzy poziomem nakładów inwestycyjnych w relacji do aktywów ogółem a strukturą zadłużenia przedsiębiorstw (0,2780). Świadczy to o powiązaniu realizacji inwestycji z pozyskiwaniem kapitału obcego na ten cel.

TABELA 2. Współczynnik korelacji Spearmana w badanej populacji

Zmienne	y	x ₁	x ₂	x ₃	x ₄	x ₅
y	1,0000	0,3723 *	-0,1702 *	-0,0131	-0,0416	0,6682 *
x ₁	0,3723 *	1,0000	0,0450	0,0126	0,0342	0,2731 *
x ₂	-0,1702 *	0,0450	1,0000	-0,0479	0,2780 *	0,0006
x ₃	-0,0131	0,0126	-0,0479	1,0000	-0,0233	-0,0171
x ₄	-0,0416	0,0342	0,2780 *	-0,0233	1,0000	0,0726
x ₅	0,6682 *	0,2731 *	0,0006	-0,0171	0,0726	1,0000

* p < 0,05.

Źródło: Opracowanie własne.

Równanie regresji wielorakiej opisuje powiązanie zmiennej objaśnianej y ze zbiorem zmiennych niezależnych (tabela 3). Oszacowane modele regresji wielorakiej wyjaśniają wariancję zmiennej y w 52,02%. Wskazuje to na wpływ większej liczby zmiennych kształtujących poziom zmiennej objaśnianej, których nie uwzględniono w modelu. Wielkość statystyki F potwierdza dla przyjętego poziomu wartości p istotne zróżnicowanie parametrów równań regresji od zera. Średni błąd estymacji równania kształtował się na poziomie 8,8%. Wśród pięciu zmiennych objaśnianych, jedynie trzy zmienne (rentowność operacyjna działalności podstawowej, poziom zadłużenia i rentowność kapitału własnego) istotnie kształtowały współzależności w odniesieniu do zmiennej y. Współczynniki zstandaryzowany BETA miał najwyższy poziom dla zmiennej rentowność kapitału własnego (0,61). Wzrost rentowności kapitału własnego przekładał się w badanym okresie na wzrost nadwyżki finansowej w relacji do aktywów ogółem. Wynikało to z dużej korelacji tych zmiennych z uwagi na poziom wyniku finansowego. Niższy poziom wskaźnika BETA odnotowano dla rentowności operacyjnej, której wpływ oszacowano na poziomie 0,21. Dla wskaźnika zadłużenia ogółem wielkość BETA w oszacowanym modelu regresji była ujemna i wynosiła -0,17, co świadczy o spadku wskaźnika finansowania wewnętrznego wraz z wyższym poziomem długu. Wynika to z przeznaczania nadwyżki finansowej na regulowanie zobowiązań z tytułu zwiększonego poziomu finansowania kapitałem obcym.



TABELA 3. Wyniki regresji wielorakiej dla zmiennej objaśnianej relacja nadwyżki finansowej do aktywów ogółem

Zmienne	BETA*	Błąd stand. BETA	B**	Błąd stand. B	Wartość p***
w. wolny****	–	–	12,43080	0,528909	0,0000
x_1	0,214317	0,028726	0,07740	0,010374	0,0000
x_2	-0,167915	0,028793	-0,12028	0,020625	0,0000
x_3	-0,014588	0,027640	-0,00013	0,000240	-0,5277
x_4	-0,047212	0,028814	-0,04537	0,027687	-1,6385
x_5	0,612984	0,028772	0,31975	0,015008	0,0000
R ² = 0, 72123507, skorygowany R ² = 0, 52018003, F(5,630) = 136,60, p < 0,0000, Se = 8,8000					

* współczynnik BETA oblicza się po dokonaniu standaryzacji wszystkich zmiennych do średniej 0 i odchylenia standardowego 1. Wielkość tego współczynnika pozwala porównać wpływ każdej ze zmiennych niezależnych na predykcję zmiennej zależnej; ** parametry równania regresji; *** poziom istotności parametrów równania regresji; **** wyraz wolny równania regresji.

Źródło: Opracowanie własne.

W tabeli 4 przedstawiono wyniki porównań wielokrotnych wykonanych *post hoc* dla średnich rang wszystkich pomiędzy grupą I i grupą IV. Grupa I i IV była istotnie zróżnicowana ze względu na: poziom rentowności operacyjnej ($z = 11,94$), wskaźnik zadłużenia ogółem (struktura kapitału), ($z = 4,63$) oraz poziom rentowności kapitału ogółem ($z = 19,87$).

Rysunek przedstawia graficzne porównanie poziomu finansowania nadwyżką finansową wobec udziału długu w pasywach przedsiębiorstw. W grupie IV wskaźnik zadłużenia ogółem cechował się najmniejszym zróżnicowaniem w zakresie przedziału 25–75% obserwacji, a poziom mediany tego wskaźnika był najniższy w badanej próbie przedsiębiorstw. Wskazuje to na odmienne kształtowanie struktury kapitału przez przedsiębiorstwa o dużej nadwyżce finansowej, będącej istotnym źródłem finansowania wewnętrznego.

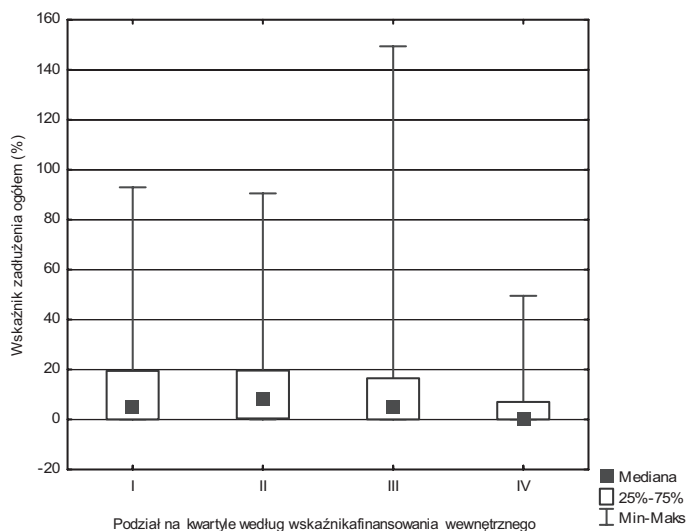
TABELA 4. Wartość p oraz rangi dla porównań wielokrotnych dwustronnych pomiędzy grupą I i IV*

Zmienne	Rangi – wartość z	Wartość p**
x_1	11,9418	0,0000
x_2	4,6366	0,0000
x_3	1,4800	0,8331
x_4	0,2742	0,1523
x_5	19,8732	0,0000

* wielokrotne porównania średnich rang dla wszystkich grup; ** poziomy p dla testu dwustronnego z poprawką Bonferroni dla porównywanych grup.

Źródło: Opracowanie własne.





RYSUNEK. Zależność poziomu zadłużenia względem grup wskaźnika finansowania wewnętrznego (ramka-wąsy)

Źródło: Opracowanie własne.

WNIOSKI

Na podstawie przeprowadzonych badań w przedsiębiorstwach rolniczych potwierdzono zależność pomiędzy strukturą kapitału badanych podmiotów a wielkością finansowania wewnętrznego wyrażonego jako nadwyżka finansowa w relacji do aktywów ogółem. W przedsiębiorstwach o najwyższym poziomie finansowania wewnętrznego poziom zadłużenia był niższy, a samozaangażowanie krótkoterminowych źródeł finansowania było minimalizowane. Przedsiębiorstwa te cechowały się lepszą rentownością kapitału własnego i najwyższym w badanej próbie poziomem rentowności działalności podstawowej. Przedsiębiorstwa o niskim poziomie finansowania wewnętrznego uzupełniały brak środków finansowych kapitałem pozyskanym z zewnętrznych źródeł finansowania. Przeprowadzone badania potwierdzają tezy postawione w teorii hierarchii źródeł finansowania, według której w rentownych przedsiębiorstwach o dużych nadwyżkach finansowych wykorzystanie długu jest mniejsze. W przedsiębiorstwach tych poziom nakładów inwestycyjnych, pomimo uzyskiwanych dużych nadwyżek finansowych, był niższy w porównaniu do przedsiębiorstw o niskim poziomie finansowania wewnętrznego.

Spis literatury

- BUTLER K. 2012: *Multinational Finance: Evaluating Opportunities, Costs, and Risks of Operations*, wyd. V, Wiley, New Jersey.
- CHOJNACKA E. 2012: *Struktura kapitału spółek akcyjnych w Polsce w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania*, CeDeWu, Warszawa.
- DASKALAKIS N., PSILLAKI M. 2005: The Determinants of Capital Structure of the SMEs: Evidence from the Greek and the French firms, *Small Business Economics* 22, s. 23–39.
- DUDYCZ T. 1999: *Analiza finansowa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław.
- DULINIEC A. 2007: *Finansowanie przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa.
- DZIAWGO D., ZAWADZKI A. 2011: *Finanse przedsiębiorstwa – istota – narzędzia – zarządzanie*, Wydawnictwo Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa.
- FRELINGHAUS A., MOSTERT B., FIRER C. 2005: Capital structure and the firm's life stage, *South African Journal of Business Management* 36 (4), s. 9–18.
- GRUBBS F.E. 1969: Procedures for Detecting Outlying Observations in Samples, *Technometrics* 11, 1, s. 1–21.
- GRZYWACZ J. 2012: *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- HARMOL M., FILIPCZYK A. 2004: Czynniki determinujące strukturę kapitału przedsiębiorstwa. Teoria a praktyka (w:) *Zarządzanie Finansami – finansowanie przedsiębiorstw z Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 251–257.
- ICKIEWICZ J. 1998: *Podatkowe i niepodatkowe obciążenia przedsiębiorstw*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- IWIN-GARZYŃSKA J. 2005: *Kapitał amortyzacyjny w zarządzaniu finansami*, PWE, Warszawa.
- IWIN-GARZYŃSKA J. 2010: Symptomy kryzysu a struktura finansowa przedsiębiorstw polskich, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu* 98, s. 113–125.
- JENSEN M. 1986: Agency Costs of Free Cash Flow. *Corporate Finance and Takeovers*, *American Economic Review, Papers and Proceedings* 76, s. 323–329.
- JERZEMOWSKA M. 1996: *Analiza teorii kształtowania struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
- KOŁOSOWSKA B. 2013: *Finansowanie przedsiębiorstw sektora MŚP ze źródeł pozabankowych*, CeDeWu, Warszawa.
- KOŚCIELNIAK H. 2008: *Zarządzanie kapitałem przedsiębiorstwa*, Monografia 150, Wydawnictwo Politechniki Częstochowskiej, Częstochowa.
- KUBIAK J. 2008: *Teoria hierarchii a pozyskiwanie źródeł finansowania przez małe i średnie przedsiębiorstwa (w:) Współczesne finanse – stan i perspektywy rozwoju finansów przedsiębiorstw i ubezpieczeń (red.) B. Kołosowska*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń, s. 333–342.



- ŁUKASIK G. 2006: Decyzyjne problemy kształtowania struktury kapitału współczesnego przedsiębiorstwa. *Finanse – kierunki badań*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach, Katowice, s. 134–149.
- MAZUR K. 2007: The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence from Polish Companies, *International Advances in Economic Research* 13, 4, s. 499–502.
- MYERS S.C. 1984: The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance* 39, s. 575–592.
- TOKARSKI A. 2007: Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw produkcyjnych, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń.
- WAŚNIEWSKI T., SKOCZYŁAS W. 2002: Analiza finansowa w przedsiębiorstwie, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
- WROŃSKA E.M. 2010: Rentowność i płynność finansowa a wypłata dywidend gotówkowych, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Finanse Przedsiębiorstw* 98, s. 397–404.
- ZAWADZKA D. 2008: Kredyt kupiecki w teoriach struktury kapitału w warunkach finansowania małego przedsiębiorstwa, *Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu* 1200, s. 638–644.
- ZARĘBSKI S. 2009: Rola finansowania wewnętrznego działalności gospodarczej przedsiębiorstwa (w:) *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa* (red.) A. Bielawska, C.H. Beck, Warszawa, s. 145–164.

THE IMPORTANCE OF INTERNAL SOURCES OF FINANCING REGARD TO CAPITAL STRUCTURE DECISIONS IN AGRICULTURAL ENTERPRISES

Abstract. The aim of the study was to determine the relationship between the level of internal financing and capital structure. In addition, research has identified the relationship between the level of internal funding in regard to the investments expenditures, debt levels and its structure and operating profitability and return on equity. The study was conducted on group of agricultural enterprises in 2009–2012. Based on the survey confirmed that the decision concerning the capital structure were determined by the level of internal financing. The group of companies with the lowest and highest level of internal financing were significantly differed due to the structure of capital, operating margin and return on equity.

Key words: internal sources of financing, capital structure, agriculture enterprises

