

BŁAŻEJ SOCHA

blazej.socha@uni.lodz.pl

*Determinanty struktury finansowania przedsiębiorstw rodzinnych.
Czy rodzina ma znaczenie?*

Determinants of Financial Structure of Family Business. Does Family Matter?

Słowa kluczowe: przedsiębiorstwo rodzinne; struktura finansowania; własność; zarządzanie

Keywords: family business; financial structure; family in ownership; family in management

Kod JEL: D19; D22; G31

Wstęp

Decyzje w zakresie wyboru źródeł finansowania przedsiębiorstw należą do tych o charakterze fundamentalnym. To od nich często zależy powodzenie i rentowność nowych inwestycji, a także trwałość i konkurencyjność prowadzonego biznesu. Z tego względu od dłuższego czasu stanowią one przedmiot ożywionej dyskusji w środowisku akademickim i praktyków gospodarczych. Przyjmowane modele struktury kapitału ewoluują m.in. ze względu na zmieniające się otoczenie gospodarcze i wykorzystanie niestosowanych dotychczas modeli biznesowych. Aktywne zaangażowanie członków rodziny w procesy zarządzania oraz prowadzenie biznesu rodzinnego stanowią jedną z kluczowych zmiennych odróżniających firmy rodzinne od firm nierodzinnych. Rodzina – czynnik nieobecny w innych przedsiębiorstwach – oddziałuje wieloaspektowo, stanowiąc zarazem podstawę podejmowanych decyzji w zakresie struktury kapitału [Mazzola, Sciascia, Kellermanns, 2013, s. 568–574].

Celem artykułu jest weryfikacja wpływu zaangażowania rodziny we własność i zarządzanie na strukturę finansowania przedsiębiorstw rodzinnych. W opracowaniu przyjęto hipotezę, że udział rodziny we własności i zarządzaniu przedsiębiorstwem rodzinnym oddziałuje na przyjmowaną strukturę finansowania. W pierwszej części dokonano syntetycznego przeglądu literatury związanej z poruszoną problematyką, natomiast część druga przedstawia przyjętą metodykę badania i próbę badawczą, a część trzecia wraz z podsumowaniem zawierają najważniejsze wnioski płynące z przeprowadzonych badań.

1. Polityka finansowania firm rodzinnych

Problematyka finansowania przedsiębiorstw i wyboru optymalnej struktury kapitału jest bezsprzecznie jednym z kluczowych obszarów decyzyjnych podejmowanych przez zarządzających przedsiębiorstwem. Uważa się, że szeroka debata nad tym zagadnieniem została zapoczątkowana wraz z przedstawieniem przez Modiglianiego i Millera [1958, s. 261–279] pracy dotyczącej wpływu struktury kapitału na wartość przedsiębiorstw. Model przez nich zaprezentowany na przestrzeni kolejnych lat ewoluował i stanowił podstawę kolejnych, uwzględniających faktyczne procesy zachodzące w gospodarce, modeli struktury kapitału. Bezsprzeczne jest, że modele te wniosły ogromny wkład w praktykę podejmowania decyzji finansowych większości firm. Powstaje jednak pytanie, czy modele te mogą stanowić i stanowią podstawę decyzji finansowych w firmach rodzinnych?

Firmy rodzinne są podmiotami gospodarczymi posiadającymi cechy odróżniające je od pozostałych przedsiębiorstw [Stradomski 2010, s. 56], co w konsekwencji może wpływać na podejmowane w tych podmiotach decyzje finansowe. Jak twierdzą Gallo, Tàpies i Cappuyns [2004, s. 303–318], firmy rodzinne kierują się specjalną logiką finansowania. Zgodnie z nią decyzje finansowe podejmowane w firmach rodzinnych nie są oparte wyłącznie na maksymalizacji wartości, lecz uwzględniają również takie czynniki, jak: prowadzenie biznesu według wcześniej przyjętych reguł, możliwość zaferowania pracy członkom rodziny i długoterminowa perspektywa strategiczna. Oznacza to, że decyzje finansowe mogą być podejmowane w zgodzie z preferencjami właściciela i jego rodziny. Podobnego zdania są Barton i Matthews [1989, s. 1–7] oraz McMahan i Stanger [1995, s. 21–39], którzy preferencje właściciela i rodziny jako podstawę decyzji finansowych argumentują tym, że firmy te w mniejszym stopniu podlegają kontroli rynku. Ponadto należy wskazać, że przyjęta struktura kapitału jest także uwarunkowana chęcią zachowania własności firmy w rękach rodziny [Matthews i in., 1994, s. 349–367]. Biorąc zatem pod uwagę cechy charakterystyczne firm rodzinnych: długookresową perspektywę strategiczną, istotny udział członków rodziny w prowadzeniu firmy, mniejszą skłonność do podejmowania ryzyka, lojalność, poczucie bezpieczeństwa oraz dbałość o reputację firmy – można przyjąć pewną uniwersalną kolejność finansowania wykorzystywaną w tych podmiotach. Według

Zata-Poutziourisa [2011, s. 70–81] firmy rodzinne do finansowania wykorzystują w pierwszej kolejności oszczędności osobiste członków rodziny, następnie zysk zatrzymany i dług, a w ostatniej – zewnętrzny kapitał własny.

Na gruncie polskim zagadnienia związane z finansowaniem firm rodzinnych poruszali m.in. Popczyk i Winnicka-Popczyk [2005, s. 69–70], Winnicka-Popczyk [2008, s. 40], Stradomski [2010, s. 56], Kaźmierska-Józwiak i Marszałek [2012, s. 199–208]. Pierwszym ważnym wnioskiem płynącym z prac wszystkich wymienionych wyżej autorów jest wartość wskaźnika zadłużenia firm rodzinnych. Wskaźnik ten w firmach rodzinnych jest istotnie niższy niż w pozostałych przedsiębiorstwach. Ponadto Popczyk i Winnicka-Popczyk [2005, s. 69–70] stwierdzają, że źródła finansowania stanowią punkt krytyczny w firmach rodzinnych. Niechęć do obcych źródeł finansowania wynika przede wszystkim z obaw w zakresie uzależnienia się od obcych środków finansowych oraz kłopotliwych formalności kredytowych. Dodatkowo ewentualna niemożność spłaty zaciągniętych zobowiązań w firmach rodzinnych może się przełożyć nie tylko na przyszłość firmy, ale także na pomyślność związanej z nią rodziny. Kaźmierska-Józwiak i Marszałek [2012, s. 199–208] z kolei, badając płynność finansową podmiotów rodzinnych, wskazali na utrzymywanie przez te podmioty wskaźnika płynności bieżącej na bezpiecznym poziomie.

Powyższe rozważania świadczą o złożonym charakterze decyzji finansowych podejmowanych w firmach rodzinnych. Otwarte pozostaje w dalszym ciągu pytanie, jakie obiektywne czynniki implikują przyjęcie określonego modelu struktury kapitału. Badania przeprowadzone przez zagranicznych autorów dowodzą, że w firmach rodzinnych na przyjętą strukturę kapitału i decyzje finansowe wpływ mogą mieć: struktura organizacyjna mierzona poziomem własności i kontroli [Boyer, Roth, 1978, s. 1–11; Ray, Hutchinson 1983; Neubauer, Lank, 1998; Romano, Tanewski, Smyrnios, 2000, s. 285–310], wiek firmy [Stanworth, Curran, 1976, s. 95–110], plany i cele biznesowe [McMahon, Stanger, 1995, s. 21–39; Romano, Tanewski, Smyrnios, 2000, s. 285–310], wielkość i branża [Romano, Tanewski, Smyrnios, 2000, s. 285–310]. Z punktu widzenia celu niniejszego opracowania zasadne będzie zatem wskazanie, jakie zależności występują pomiędzy strukturą kapitału a strukturą właścicielską firm rodzinnych.

Jedną z teorii mogących wyjaśnić zależność pomiędzy strukturą kapitału a nadzorem właścicielskim jest teoria agencji. Jensen i Meckling [1976, s. 305–360] stwierdzili bowiem, że podmioty charakteryzujące się skoncentrowaną strukturą właścicielską będą preferowały finansowanie kapitałem własnym i ograniczały poziom zadłużenia. Wzrost zaangażowania rodziny mierzony udziałem własnościowym powoduje spadek dostępności kredytów i pożyczek, generując koszty agencji związane ze strukturą własnościową. Ponadto wysoka niezależność, jaka cechuje właścicieli-zarządzających [Hutchinson, 1995, s. 231–239], oraz wymienione wcześniej niechęć do zewnętrznej kontroli i podejmowania ryzyka także świadczą o ograniczaniu udziału długu na rzecz finansowania się wewnętrznym kapitałem własnym. W zakresie ewentualnego finansowania kapitałem obcym, w przypadku

małych firm rodzinnych, z racji obawy o dzielenie się własnością i kontrolą, dominuje wykorzystanie krótkoterminowego kapitału obcego [Storey, 1994, s. 249].

Biorąc pod uwagę sytuację, w której właściciel (rodzina) decyduje się na zaangażowanie zewnętrznego menedżera, należy wskazać dwa możliwe scenariusze. Pierwszy z nich zakłada minimum dwuosobowy zarząd i zarządzanie przedsiębiorstwem zarówno przez właściciela, jak i menedżera zewnętrznego. Drugi polega na oddaniu przez właściciela (rodzinę) zarządzania w ręce menedżerów zewnętrznych. Jednym z fundamentalnych czynników wpływających na decyzje finansowe tak przedstawionych dwóch grup firm rodzinnych będzie profesjonalizacja zarządzania. Założyć tu trzeba, że motywem właściciela do zatrudnienia menedżera zewnętrznego będzie chęć skorzystania z profesjonalnej wiedzy biznesowej i finansowej, która powinna się przyczynić do wytworzenia wartości dodanej w firmie. Przyjmując za fakt niski udział finansowania obcego firm rodzinnych, w których jedynym zarządzającym jest właściciel, zatrudnienie profesjonalisty powinno spowodować racjonalny dobór struktury kapitału, a więc skorzystanie z efektów dźwigni finansowej będącej efektem wykorzystania kapitału obcego [Gallo, Tapiés, Cappuyns, 2004, s. 303–318]. W przypadku rezygnacji właścicieli ze sprawowania funkcji zarządczych i powierzenia ich wyłącznie zewnętrznym menedżerom, mamy do czynienia ze wzrostem kosztów agencji w relacji właściciel – menedżer.

Badania dotychczas przeprowadzone przez autora [Socha, 2015, s. 265–277] na grupie polskich firm rodzinnych świadczą o tym, że firmy rodzinne działalność inwestycyjną finansują z wykorzystaniem wewnętrznych źródeł, a wykorzystanie długu dopuszczają w przypadku działalności operacyjnej. Taki mechanizm może wynikać z obawy właścicieli przed utratą kontroli nad firmą i jej kontroli przez zewnętrzne podmioty. Wskazano ponadto, że przyjęta struktura nadzoru właścicielskiego może mieć wpływ na decyzje finansowe i przyjętą strukturę kapitału.

2. Próba badawcza i metodyka badania

W analizie empirycznej uwzględniono małe i średnie przedsiębiorstwa rodzinne mające swoją siedzibę w Polsce. Na potrzeby badania przyjęto definicję przedsiębiorstwa rodzinnego w ujęciu szerokim, zgodnie z którą firmą rodzinną jest podmiot, w którym powyżej 50% udziałów jest w posiadaniu osoby indywidualnej bądź rodziny. Dane finansowe podmiotów zostały zebrane przez Infocredit S.A. w Warszawie ze sprawozdań finansowych składanych przez przedsiębiorstwa w Krajowym Rejestrze Sądowym. Próbę badawczą stanowiły wszystkie podmioty, które złożyły sprawozdania i udostępniły dane dotyczące struktury własnościowej i składu organów zarządczych. Przeprowadzona analiza obejmuje lata 2010–2013.

W pierwszym kroku badania oszacowano wartości zmiennych niezbędnych do badania. Zmienna wskaźnik ogólnego zadłużenia (DR) pozwoliła na ocenę stosowanej w podmiotach polityki struktury finansowania. W charakterze zmiennych

objaśniających użyto wskaźnika zaangażowanie rodziny we własność (FIO), obrazującego procentowy udział rodziny w kapitale własnym przedsiębiorstw. Zmienna zaangażowanie rodziny w zarządzanie (FIM) obrazowała procentowy udział członków rodziny w organach zarządczych. Dodatkowo do równania regresji wprowadzono trzy zmienne kontrolne: wielkość, branżę oraz inwestora instytucjonalnego.

Zmienna wielkość miała charakter dychotomiczny i pozwoliła wskazać, czy przedsiębiorstwo należy do kategorii podmiotów małych czy średnich¹. Zmienna branża została stworzona w oparciu o dwie pierwsze cyfry kodu PKD podmiotów i pozwoliła na weryfikację wpływu branży na zmienną niezależną. Ostatnia dychotomiczna zmienna kontrolna – inwestor instytucjonalny – pozwoliła wskazać, czy zaangażowanie inwestora instytucjonalnego może mieć wpływ na wyniki finansowe i strukturę finansowania przedsiębiorstw.

Wykorzystane w badaniu równania regresji liniowej miały następującą postać:

$$DR_{it} = a_0 + a_1 \text{branża}_{it} + a_2 \text{wielkość}_{it} + a_3 \text{inwestor instytucjonalny}_{it} + a_4 \text{FIO}_{it} + u_{it} \quad (1)$$

$$DR_{it} = a_0 + a_1 \text{branża}_{it} + a_2 \text{wielkość}_{it} + a_3 \text{inwestor instytucjonalny}_{it} + a_4 \text{FIM}_{it} + u_{it} \quad (2)$$

gdzie:

i – i -te przedsiębiorstwo

t – rok

u_{it} – błąd standardowy

Równania regresji zostały sprawdzone także pod względem braku występowania współliniowości. Równania pozwoliły na zweryfikowanie wpływu zaangażowania rodziny w zarządzanie przedsiębiorstwem rodzinnym. W celu weryfikacji kształtu potencjalnej zależności pomiędzy strukturą finansową a zmiennymi zależnymi do powyższych równań, w drugim kroku analizy, wprowadzono dodatkową zmienną: FIO kwadrat oraz FIM kwadrat.

3. Wyniki badania

Stopień zaangażowania rodziny we własność w firmach rodzinnych okazał się mieć znaczenie w kontekście struktury finansowej przedsiębiorstw (tab. 1). Uzyskane wyniki świadczą o tym, że wraz ze wzrostem zaangażowania rodziny we własność wzrasta stopień wykorzystania kapitału obcego w finansowaniu przedsiębiorstwa. Brak istotności statystycznej zmiennej FIO kwadrat sugeruje, że zależność ta ma charakter liniowy. Ponadto należy zauważyć, że struktura finansowa różni się w zależności od branży, w której działają przedsiębiorstwa. Także obecność inwestora instytucjonalnego wpływa na przyjętą strukturę finansowania – firmy rodzinne

¹ Zgodnie z Załącznikiem I do Rozporządzenia Komisji (WE) 800/2008.

z inwestorem instytucjonalnym jako współwłaścicielem wykorzystują w większym stopniu kapitały obce niż pozostałe podmioty. Warto też wskazać, że nie wykazano istotnych różnic w strukturze kapitału małych i średnich przedsiębiorstw rodzinnych.

Tab. 1. Wyniki równania regresji. Zmienna niezależna: wskaźnik ogólnego zadłużenia

| | 2010 | | 2011 | | 2012 | | 2013 | |
|--------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | (1) | (2) | (1) | (2) | (1) | (2) | (1) | (2) |
| Branża | -0,064** | -0,064** | -0,061** | -0,061** | -0,052** | -0,052** | -0,048** | -0,048** |
| Inwestor instytucjonalny | 0,073** | 0,073** | 0,071** | 0,071** | 0,073** | 0,073** | 0,072** | 0,072** |
| Wielkość | -0,009 | -0,009 | -0,007 | -0,007 | -0,001 | -0,001 | 0,004 | 0,004 |
| FIO | 0,093** | 0,128 | 0,090** | 0,089 | 0,087** | 0,104 | 0,072** | 0,039 |
| FIO kwadrat | | -0,035 | | 0,001 | | -0,017 | | 0,033 |
| Skor. R ² | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,010 | 0,008 | 0,008 | 0,007 | 0,007 |
| F | 64,583** | 51,698** | 59,901** | 47,919** | 52,156** | 41,731** | 22,151** | 17,735** |

* p<0,05; ** p<0,01

Źródło: opracowanie własne.

Tab. 2. Wyniki równania regresji. Zmienna niezależna: wskaźnik ogólnego zadłużenia

| | 2010 | | 2011 | | 2012 | | 2013 | |
|--------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | (1) | (2) | (1) | (2) | (1) | (2) | (1) | (2) |
| Branża | -0,057** | -0,057** | -0,055** | -0,056** | -0,047** | -0,047** | -0,046** | -0,046** |
| Inwestor instytucjonalny | 0,022** | 0,022** | 0,020** | 0,021** | 0,024** | 0,024** | 0,030** | 0,030** |
| Wielkość | -0,010 | -0,007 | -0,008 | -0,006 | -0,003 | 0,000 | 0,003 | 0,004 |
| FIM | -0,024** | -0,127** | -0,029** | -0,126** | -0,030** | -0,141** | -0,026** | -0,059 |
| FIM kwadrat | | 0,104** | | 0,098** | | 0,112** | | 0,033 |
| Skor. R ² | 0,004 | 0,005 | 0,004 | 0,005 | 0,004 | 0,004 | 0,004 | 0,004 |
| F | 28,690** | 24,874** | 29,005** | 24,918** | 24,801** | 22,079** | 13,210** | 10,677** |

* p<0,05; ** p<0,01

Źródło: opracowanie własne.

Wyniki analizy regresji badającej wpływ zaangażowania rodziny w zarządzanie na osiągnięte przez firmy rodzinne wyniki finansowe zostały zaprezentowane w tab. 2. Wykazały one, że w latach 2010–2012 zależność pomiędzy wykorzystaniem kapitału obcego w finansowaniu przedsiębiorstw rodzinnych a zaangażowaniem rodziny w zarządzanie ma kształt odwróconej litery U. Oznacza to, że w polskich warunkach firmy rodzinne z umiarkowanym zaangażowaniem rodziny w zarządzie wykorzystują relatywnie mniej kapitału obcego niż pozostałe. W 2013 r. zależność ta miała charakter liniowy. W ramach zmiennych kontrolnych wpływ na strukturę kapitału miała branża oraz inwestor instytucjonalny, którego obecność wpływała na wyższy stopień wykorzystania kapitałów obcych. Na przyjętą strukturę kapitału nie miała za to wpływu wielkość przedsiębiorstwa.

Podsumowanie

Podsumowując uzyskane wyniki, należy wskazać kilka istotnych zależności. Po pierwsze, firmy rodzinne z umiarkowanym poziomem zaangażowania rodziny w zarządzaniu wykorzystują w mniejszym stopniu obce źródła finansowania. Może to świadczyć o tym, że menedżerowie z rodziny są w stanie skutecznie kontrolować pozostałych zarządzających bez konieczności wykorzystywania długu jako narzędzia dyscyplinującego, jak ma to miejsce w firmach zarządzanych wyłącznie przez menedżerów spoza rodziny. Wyższy udział kapitału obcego w firmach zarządzanych w przeważającej części lub wyłącznie przez członków rodziny może być wytłumaczony zmniejszającą się obawą przed przejęciem kontroli nad firmą.

Po drugie, struktura własnościowa będzie rzutować na wykorzystanie obcych źródeł finansowania. Trzeba pamiętać, że w badanych przedsiębiorstwach udział rodziny w strukturze własnościowej wynosił minimum 50%, co w praktyce oznacza pełną kontrolę. Dalsze zwiększanie zaangażowania kapitałowego nie jest więc – w przeciwieństwie do struktury zarządzania – czynnikiem mogącym istotnie zmienić cele czy strategię firmy rodzinnej. Wzrastający udział długu w finansowaniu firm wraz ze wzrostem zaangażowania we własność prawdopodobnie jest wynikiem wspomnianej wcześniej zmniejszającej się obawy przed przejęciem przedsiębiorstwa. W takich warunkach właściciele, dostrzegając korzyści ze stosowania dźwigni finansowej, mogą się decydować na zwiększanie udziału długu w źródłach finansowania bez obawy o utratę kontroli nad swoją firmą.

Po trzecie, wykazano, że oprócz najważniejszych z punktu widzenia celu niniejszego opracowania czynników, czyli FIO i FIM, istnieje zróżnicowanie osiąganych wyników finansowych firm rodzinnych w zależności od branży, w jakiej funkcjonują, oraz zaangażowania w firmę inwestora instytucjonalnego.

Na zakończenie warto wskazać pewne ograniczenia przeprowadzonego badania. Pierwsze dotyczy doboru próby badawczej, która nie może być uznana za reprezentatywną. Próbę stanowiły wszystkie przedsiębiorstwa niepubliczne, które są zobligowane do składania rocznych sprawozdań finansowych w Krajowym Rejestrze Sądowym i które udostępniły dane dotyczące struktury własności i zarządzania. Drugim ograniczeniem jest stosunkowo niski współczynnik dopasowania uzyskanych modeli, mogący sugerować brak istotnych zmiennych objaśniających strukturę finansowania firm rodzinnych. W związku z tym zasadne jest kontynuowanie badań w tym zakresie, z uwzględnieniem zmiennych zarówno ilościowych, jak i jakościowych.

Bibliografia

- Barton S.L., Matthews C.H., *Small firm financing: Implications from a strategic management perspective*, "Journal of Small Business Management" 1989, Vol. 27(1).
- Boyer P., Roth H., *The cost of equity capital for small business*, "American Journal of Small Business" 1978, Vol. 2.
- Gallo M.A., Täpius J., Cappuyns K., *Comparison of Family and Nonfamily Business: Financial Logic and Personal Preferences*, "Family Business Review" 2004, Vol. 17(4),
DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2004.00020.x>.
- Hutchinson R.W., *The capital structure and investment decision of the small owner-managed firm: Some exploratory issues*, "Small Business Economics" 1995, Vol. 7,
DOI: <https://doi.org/10.1007/BF01135368>.
- Jensen M., Meckling W., *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency cost and capital structure*, "Journal of Financial Economics" 1976, Vol. 3, **DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)**.
- Kaźmierska-Jóźwiak B., Marszałek J., *Charakterystyka strategii finansowania firm rodzinnych na przykładzie sektora usług turystycznych*, „Annales UMCS. Sectio H” 2012, nr 1.
- Matthews C.H., Vasudevan D.P., Barton S.L., Apana R., *Capital structure decision making in privately held firms: Beyond the finance paradigm*, "Family Business Review" 1994, Vol. 7(4),
DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1994.00349.x>.
- Mazzola P., Sciascia S., Kellermanns F.W., *Non-linear effects of family sources of power on performance*, "Journal of Business Research" 2013, Vol. 66, **DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2012.01.005>**.
- McMahon R., Stanger A., *Understanding the small enterprise financial objective function*, "Entrepreneurship: Theory & Practice" 1995, Vol. 19(4), **DOI: <https://doi.org/10.1177/104225879501900403>**.
- Modigliani F., Miller M.H., *The cost of capital, corporate finance and the theory of investment*, "American Economic Review" 1958, Vol. 48(3).
- Neubauer F., Lank A.G., *The Family Business: Its Governance for Sustainability*, Macmillan Press, London 1998, **DOI: <https://doi.org/10.1007/978-1-349-14465-5>**.
- Popczyk W., Winnicka-Popczyk A., *Przedsiębiorczość rodzinna w Polsce w świetle badań własnych. Podstawowe problemy rozwoju polskich firm rodzinnych*, [w:] Ł. Sułkowski (red.), *Determinanty rozwoju przedsiębiorstw rodzinnych w Polsce*, TNOiK, „Dom Organizatora”, Toruń 2005.
- Ray G.H., Hutchinson P.J., *The Financing and Financial Control of Small Enterprise Development*, Gower Publishing, Aldershot 1983.
- Romano C.A., Tanewski G.A., Smyrniotis K.X., *Capital structure decision making: A model for family business*, "Journal of Business Venturing" 2000, Vol. 16.
- Socha B., *Struktura finansowania polskich firm rodzinnych w kontekście nadzoru właścicielskiego – raport z badań*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2015, nr 73.
- Stanworth M.J.K., Curran J., *Growth and the small firm: An alternative view*, "Journal of Management Studies" 1976, Vol. 13, **DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1976.tb00527.x>**.
- Storey D.J., *Understanding the Small Business Sector*, Routledge, London 1994.
- Stradomski M., *Finansowanie obce firm rodzinnych na rynku niedoskonałym*, PWE, Warszawa 2010.
- Winnicka-Popczyk A., *Specyficzne problemy zarządzania finansami w przedsiębiorstwach rodzinnych – wnioski ze studiów literaturowych oraz dotychczasowych badań*, „Przegląd Organizacji” 2008, nr 3.
- Zata-Poutziouris P., *The financial structure and performance of owner-managed family firms: Evidence from the UK economy*, "Universia Business Review" 2011, Vol. 32.

Determinants of Financial Structure of Family Business. Does Family Matter?

The purpose of this article was to check the influence of family involvement in management and ownership on financial structure in family firms. We analyse debt ratio, size, industry, family involvement in management and family involvement in ownership using linear regression. The received results indicate that family involvement in ownership and management can affect the financial structure of family firms. This paper contributes to better understanding of the multidimensional aspect of the financial decision-making in family businesses.

Determinanty struktury finansowania przedsiębiorstw rodzinnych.

Czy rodzina ma znaczenie?

Celem opracowania jest weryfikacja wpływu zaangażowania rodziny we własność i zarządzanie na strukturę finansowania przedsiębiorstw rodzinnych. W artykule poddano analizie wskaźnik ogólnego zadłużenia, wielkość, branżę, zaangażowanie rodziny we własność, zaangażowanie rodziny w zarządzanie polskimi przedsiębiorstwami rodzinnymi. Do realizacji celu badawczego wykorzystano model regresji liniowej. Rezultaty uzyskane w badaniu sugerują istotny wpływ zaangażowania rodziny we własność i zarządzanie przedsiębiorstwem rodzinnym na stosowaną w nich strukturę finansowania. Opracowanie stanowi uzupełnienie dostępnej wiedzy w zakresie kryteriów podejmowania decyzji finansowych w polskich firmach rodzinnych.