

## Rola finansowania wewnętrznego w odniesieniu do teorii hierarchii źródeł finansowania na przykładzie małych i średnich przedsiębiorstw przetwórstwa spożywczego

Magdalena Mądra-Sawicka\*

**Streszczenie:** Celem badań jest ocena kolejności doboru źródeł finansowania w relacji do poziomu finansowania wewnętrznego w przedsiębiorstwach małych i średnich sektora przetwórstwa spożywczego. Badania przeprowadzono na podstawie danych formularza F-02 GUS dla przedsiębiorstw niefinansowych. Badanie obejmuje dane dla działu PKD 10.0 i 11.0. Podmioty zostały skategoryzowane według rosnącego poziomu nadwyżki finansowej bądź deficytu środków w relacji do aktywów ogółem. Podmioty o najwyższym poziomie nadwyżki finansowej oraz o najniższym deficycie były oceniane, w ujęciu podklas PKD, ze względu na zmianę wartości kapitałów własnych i zadłużenia w relacji do zmiany wartości aktywów tych podmiotów. Ponadto ocenie podano relację zmiany wartości aktywów trwałych wobec zmiany poziomu zadłużenia długoterminowego. W przedsiębiorstwach przetwórstwa spożywczego o wysokim deficycie środków, wyższy poziom zadłużenia determinował wzrost aktywów tych podmiotów. W przedsiębiorstwach o wysokich nadwyżkach finansowych możliwości wzrostu podmiotów były uwarunkowane istotną współzależnością z rosnącą wartością kapitału własnego. Przedstawione wyniki badań są kontynuacją badań w zakresie finansowania wewnętrznego przedsiębiorstw niefinansowych, stanowiąc tym samym wartość oryginalną.

**Słowa kluczowe:** finansowanie wewnętrzne, preferencja doboru źródeł finansowania, MSP, przedsiębiorstwa przetwórstwa spożywczego

### Wprowadzenie

Problematyka doboru źródeł kapitału jest istotna na każdym etapie życia przedsiębiorstwa, kształtując strategię finansową przyjętą przez podmioty gospodarcze. Hierarchia źródeł finansowania jest jedną z najbardziej wpływowych teorii wykorzystywanych w ocenie struktury kapitału przedsiębiorstw i decyzji finansowych zarządzających. Przedsiębiorstwa prowadzące działalność zgodnie z teorią hierarchii źródeł finansowania dobierają je według preferencji zarządzających uwzględniając: koszt, dostępność, elastyczność oraz ryzyko ich wykorzystania (Piotrowska, 1997, s. 85–86).

Zewnętrzne źródła finansowania według Myersa pokrywają jedynie część zapotrzebowania na kapitał przedsiębiorstw, a ocena stopnia zaangażowania oraz struktury jest

---

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

prostsza z uwagi na ich przyporządkowanie i łatwiejszą identyfikację, szczególnie w okresie wzmożonych wydatków inwestycyjnych (Myers, 2001, s. 81–82). Ocena wewnętrznych źródeł finansowania odnosi się do pomiaru efektywności działalności operacyjnej, w zakresie nie tylko zdolności do zwiększania nadwyżki finansowej, ale również wydajności gotówkowej związanej z zarządzaniem kapitałem obrotowym netto.

Celem badań była ocena zróżnicowania sekwencji doboru źródeł finansowania w sytuacji wystąpienia deficytu bądź wysokiej nadwyżki finansowej w małych i średnich przedsiębiorstwach przetwórstwa spożywczego. Wybór sektora wynikał ze specyfiki działań operacyjnych tych podmiotów oraz wyższego poziomu aktywów trwałych w strukturze majątku.

Teoria hierarchii źródeł finansowania w świetle roli finansowania wewnętrznego przedsiębiorstw

Wśród teorii struktury kapitału wyróżnić można teorię hierarchii źródeł finansowania (*pecking order theory*) związaną z preferencjami kolejności finansowania długiem w sytuacji niedoboru wewnętrznych źródeł finansowania. Teoria hierarchii źródeł finansowania była zapoczątkowana w badaniach Donaldsona, w których przedstawiono preferencję dobru kapitału przez dyrektorów finansowych w spółkach amerykańskich (Donaldson, 1961). Podstawy teorii zostały przedstawione przez Myersa oraz Majlufa (1984, s. 187–221). Wśród przedstawionych wyników dominowała preferencja finansowania wewnętrznego własnego. Natomiast jeśli występuje deficyt środków własnych, zarządzający decydują się na wybór finansowania długiem, ocenianym jako bezpieczne źródło finansowania w porównaniu do zewnętrznego kapitału własnego (Chirinko, Singha, 2000, s. 418). Niedostateczny poziom finansowania wewnętrznego następnie uzupełniany jest finansowaniem dłużnym. Myers wskazuje również na możliwość odejścia od wskazanej hierarchii finansowania w sytuacji osiągnięcia wysokich zysków z przyszłych inwestycji, wskazując na zmianę kolejności w hierarchii preferującej zewnętrzny kapitał własny (Myers, 1984, s. 575–592; Myers, Majluf, 1984, s. 187–221).

## **1. Hierarchia źródeł finansowania małych i średnich przedsiębiorstw**

Możliwa sekwencja doboru źródeł finansowania przez zarządzających małymi i średnimi przedsiębiorstwami wynika z podaźowych, jak i popytowych preferencji. Istotna rola determinant podaźowych wynika z poszukiwania finansowania zewnętrznego głównie przez przedsiębiorstwa, których działalność ukierunkowana jest na poprawę rentowności oraz wspieranie rozwoju (Kubiak, 2005, s. 14–15; Xiang, Worthington, 2015, s. 513–530). Do podobieństw doboru źródeł finansowania w sektorze MSP, w zakresie finansowania wewnętrznego, należy poziom zyskowności, tempo wzrostu oraz wielkość podmiotu (Daskalakis, Thanou, 2010, s. 13; Psillaki, Daskalakis, 2009, s. 319–333). Według Łuczka przydatności teorii hierarchii źródeł finansowania w ocenie struktury kapitału małych i średnich przedsiębiorstw jest istotna w odniesieniu do cech jakościowych, takich jak samodzielność ekonomiczna i prawna, która pozwala właścicielom na podejmowanie kluczowych decyzji

autonomicznie. Wybór finansowania zewnętrznego dla tych podmiotów wiąże się z okresowym uzależnieniem od kapitałodawców (Łuczka 2013, s. 49), przy zachowaniu niezmiennych stosunków własnościowych, centralizacji zarządzania, oraz przy utrzymaniu istniejącej nieprzezroczystości informacyjnej (Ramalho, Jacinto, 2006, s. 627–632).

Dobór źródeł finansowania w małych i średnich przedsiębiorstwach jest bardziej ograniczony w porównaniu do dużych podmiotów, co wynika m.in. z mniejszej swobody w zakresie emisji długu. Według Franka i Goyal'a (2003, s. 217–248) kolejność doboru źródeł finansowania w klasycznym ujęciu opisuje zachowanie dużych firm, nie odzwierciedlając w pełni specyfiki działalności małych przedsiębiorstw. Ograniczony poziom samofinansowania w małych i średnich przedsiębiorstwach determinuje decyzje finansowe w zakresie pozyskiwania finansowania bankowego (Brighi, Patuelli, Torluccio, 2012, s. 2–4). Decyzja ta wynika z powstałej asymetrii informacji, która skłania zarządzających podmiotami do korzystania ze źródeł finansowania o wyższym koszcie. Występująca asymetria informacji wiąże się z luką informacyjną, jaka istnieje pomiędzy menadżerami a inwestorami zewnętrznymi (Leary, Roberts, 2010, s. 332–355).

Brak możliwości zwiększenia zaangażowania kapitału własnego i ograniczona swoboda finansowania wewnętrznego powoduje, iż w sektorze MSP większe znaczenie dla zarządzających ma zewnętrzne finansowanie krótkoterminowe o wyższej dostępności w porównaniu do przedsiębiorstw dużych (Kubiak 2005, s. 84). Dobór finansowania długoterminowego jest rezultatem wieloletnich działań, które są wynikiem przyjętej polityki finansowania kształtującej bieżące i przyszłe zapotrzebowanie na kapitał (Zalewski, 1999, s. 28–29). Potrzeby w zakresie finansowania długoterminowego wyznacza poziom i stan majątku trwałego. Niewystarczający poziom tego finansowania jest uzupełniany następnie długiem krótkoterminowym.

## **2. Istota finansowania wewnętrznego przedsiębiorstw**

Podział wewnętrznych źródeł finansowania obejmuje ich węższą i szerszą kwalifikację. Źródłem finansowania wewnętrznego o najwyższej dostępności jest nadwyżka finansowa (Grzywacz, 2008, s. 125), która stanowi zagregowaną wielkość zatrzymanego zysku w przedsiębiorstwie oraz odpisów amortyzacyjnych, tworzących fundusz amortyzacyjny (Iwin, 2003, s. 310–313). Natomiast ujemny wynik finansowy pomniejsza wielkość kapitału własnego, powodując konieczność pokrycia tej straty, ograniczając poziom finansowania wewnętrznego i tworząc deficyt.

W ujęciu szerszym do wewnętrznych źródeł finansowania zaliczyć można środki pozyskane ze zgromadzonego kapitału, jak również z przekształceń majątkowych (Kowalski, 2009, s. 222), środki własne właścicieli zainwestowane na moment rozpoczęcia działalności, wypracowane z działalności operacyjnej, uzyskane zwolnienia i ulgi podatkowe, a także środki pochodzące z alokacji wolnych zasobów przedsiębiorstwa (Wilamowska, Wilamowski, 2001, s. 465–466). Najpopularniejszym źródłem finansowania działalności

MSP są środki własne, czyli pochodzące od rodziny i znajomych oszczędności. Tego typu finansowanie nieformalne podkreśla silniejsze zaangażowanie własne w działalności tych podmiotów (Staniec, Malicki, 2011, s. 311; Adomdza, Ąstebro, Yong, 2016, s. 824–825). Do wewnętrznych źródeł finansowania zaliczyć można również wydłużenie okresu rotacji zobowiązań, a także środki pozyskane z przeprowadzonej restrukturyzacji (Zadora 2009, s. 92).

### 3. Metodologia badań

Badanie przeprowadzono na grupie przedsiębiorstw przetwórstwa spożywczego, którym objęto jedynie małe i średnie podmioty zakwalifikowane do próby na podstawie „liczby pracujących” na koniec roku. Przedsiębiorstwa podzielono na grupy decylowe szeregując je według zmiennej „relacja nadwyżki finansowej do aktywów ogółem”. Dane finansowe pochodzą z badania F-02<sup>1</sup> Głównego Urzędu Statystycznego<sup>2</sup>, a opracowane wyniki dotyczą przedsiębiorstw z działu 10 i 11 według nomenklatury PKD 2007<sup>3</sup>. Okres badań obejmował lata 2011–2014, a liczba podmiotów w badanej populacji wynosiła odpowiednio: 2653, 2640, 3462, 1798.

Grupa 1 obejmuje 10% przedsiębiorstw o najniższym poziomie nadwyżki finansowej w relacji do aktywów ogółem<sup>4</sup>, natomiast grupa 10<sup>5</sup> – to grupa 10% przedsiębiorstw o najwyższym poziomie tej relacji. Porównanie tych grup pozwoliło na ocenę finansowania wewnętrznego wraz z uwzględnieniem analizy przyrostów kapitałów własnych oraz zadłużenia, w sytuacji wystąpienia zarówno deficytu, jak i nadwyżki finansowej. Za główne zmienne do badania przyjęto zmianę wartości: aktywów ogółem, kapitału własnego oraz zadłużenia (suma długu krótko- i długoterminowego).

Struktura kapitału przedsiębiorstw i ich działania są uzależnione są od aktualnej pojemności zadłużeniowej podmiotów, której stan wykorzystania może wiązać się z wzrostem bądź spadkiem roli finansowania wewnętrznego (Jong, Verbeek, Verwijmeren, 2011, s. 1311). Dostępne środki finansowe w przedsiębiorstwie warunkują decyzje w zakresie doboru źródeł finansowania (Agca, Mozumdar, 2007, s. 5–6; Bhama, Jain, Surendra, Yadav,

---

<sup>1</sup> To badanie przedsiębiorstw niefinansowych, pełniące rolę uzupełniającą do bazy sprawozdań SP. Badanie to kierowane jest do jednostek o liczbie pracujących 10 osób i więcej. Baza tych sprawozdań stanowi jedno ze źródeł danych dla rachunków narodowych.

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

<sup>3</sup> Badaniami objęto PKD 10 i 11, 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, 10.5 – Wytwarzanie wyrobów mleczarskich, 10.6 – Wytwarzanie produktów przemiatu zbóż, skrobi i wyrobów skrobiowych, 10.7 – Produkcja wyrobów piekarskich i mącznych, 10.8 – Produkcja pozostałych artykułów spożywczych oraz 10.9 – Produkcja gotowych paszy i karmy dla zwierząt oraz 11.0 – Produkcja napojów.

<sup>4</sup> Liczba podmiotów w grupie 1 wynosiła w każdym roku odpowiednio: 271, 268, 269 i 268.

<sup>5</sup> Liczba podmiotów w grupie 10 wynosiła w każdym roku odpowiednio: 263, 259, 259 i 258.

2015, s. 159–160; Bhama, Jain, Yadav, 2016, s. 5–6). Według Bhamy, Jaina oraz Yadava (2016, s. 335–350) wysoka nadwyżka finansowa będzie inaczej rozdysponowana w sytuacji małych i dużych spółek. Dla celów oceny wykorzystania tych środków w badaniach wykorzystano model Watsona i Wilsona (2002, s. 557–578), który mierzy zależność pomiędzy zmianą wartości aktywów a zmianą wartości kapitału własnego i zadłużenia. Poziom finansowania wewnętrznego determinuje wzrost aktywów, co zależy m.in. od udziału zysku zatrzymanego (Lin, Hu, Chen, 2008, s. 160–181). Optymalny poziom zadłużenia ma pozwolić przedsiębiorstwu na dopasowanie się do zmian w zakresie finansowania proporcjonalnie po stronie zarówno kapitału własnego, jak i obcego. Wskazuje to na preferencję sytuacji, w której jest zbliżony wzrost bądź spadek obu kategorii źródeł finansowania (Chang, Liang, Su, Zhu, 2010, s. 3332–3336).

Wpływ zmiany danych wielkości na majątek ogółem potwierdzono współczynnikami korelacji Spearmana. Pomędzy wyróżnionymi grupami przedsiębiorstw (grupa 1 i 10) przeprowadzono testy istotności różnic statystycznych.

#### **4. Wyniki badań**

Poziom struktury kapitału w badaniach scharakteryzowano na podstawie trzech zmiennych: wskaźnik zadłużenia ogółem, udział nadwyżki finansowej w aktywach ogółem oraz udział aktywów w aktywach ogółem. Wskaźnik zadłużenia ogółem obliczono jako relację zobowiązań i rezerw na zobowiązania do wartości pasywów. W badanej grupie przedsiębiorstw wskaźnik ten wyniósł od 43,7% w 2014 roku do 49,2% w 2011 roku, a jego wielkość średnia w badanym okresie wynosiła 47,1%. Poziom zadłużenia ogółem był wyższy w przedsiębiorstwach, w których wystąpił najwyższy deficyt w odniesieniu do majątku ogółem. Poziom zadłużenia w grupie 1 wyniósł od 74,7% w 2012 roku do 76,5% w 2014 roku. Poziom zadłużenia w przedsiębiorstwach o najwyższej nadwyżce finansowej był ponad dwukrotnie niższy i wyniósł od 29,1% w 2011 roku do 37,2% w 2013 roku. Różnica pomiędzy grupą 1 a 10 wynosiła średnio 42,8 p.p. Wskazuje to na istotną determinantę kształtowania struktury kapitału ze względu na poziom zyskowności i dokonywanych odpisów amortyzacyjnych.

Udział nadwyżki finansowej w relacji do aktywów w badanej grupie wyniósł od 8,5% w 2011 roku do 10,45% w 2014 roku, odnotowując trend rosnący. Grupa 1 cechuje się brakiem najbardziej dostępnego samofinansowania, z uwagi na uzyskany deficyt finansowy, którego poziom wyniósł od –10,1% w 2014 roku do –8,4% w 2013 roku. W 10% przedsiębiorstwach o najwyższej relacji nadwyżki finansowej do aktywów wskaźnik ten wyniósł od 37,6% w 2012 roku do 47,6% w 2014 roku. Różnica pomiędzy grupą 1 a 10 wynosiła średnio 50,0 p.p. Poziom deficytu finansowego osiągnął wielkość zbliżoną do 10% wartości majątku ogółem, natomiast nadwyżka finansowa stanowiła prawie 50% wartości aktywów. Wielkość ta wskazuje dużą różnicę w zakresie dostępu do samofinansowania tych podmiotów.

Zmienna „udział aktywów trwałych w aktywach ogółem” pozwala na ocenę zaangażowania majątku operacyjnego. Udział ten w podmiotach przetwórstwa spożywczego wyniósł

od 52,8% w 2011 roku do 55,7% w 2014 roku, odnotowując trend rosnący w badanym okresie. Średni poziom tego wskaźnika wyniósł 54,2%. W przedsiębiorstwach o deficycie finansowym odnotowano większy udział aktywów trwałych w majątku, co jest determinantą wspierającą większe zaangażowanie zewnętrznych źródeł finansowania, gdyż majątek pełni gwarancję spłaty zadłużenia. Udział aktywów trwałych w grupie 1 wyniósł od 50,5% w 2012 roku do 57,4% w 2014 roku. Średni udział tej zmiennej w badanym okresie wyniósł 55,4%, odnotowując poziom zbliżony do wielkości średniej dla całej populacji. W przedsiębiorstwach przetwórstwa spożywczego o najwyższej nadwyżce finansowej (grupa 10) odnotowano niższy udział majątku trwałego w aktywach ogółem. Udział ten wyniósł od 43,3% w 2013 roku do 49,2% w 2012 roku, a średnia wielkość tej zmiennej wynosiła 45,7%, odnotowując niższy o 9,8 p.p. poziom niż ten, który wystąpił w grupie 1. Deficyt środków finansowych, który wystąpił w grupie 1, może być wynikiem dokonywania większych nakładów inwestycyjnych w majątek operacyjny, co odzwierciedla wyższy poziom zadłużenia, wyższy udział aktywów trwałych oraz związany z tym deficyt, który może być konsekwencją decyzji zarządzających w zakresie współfinansowania inwestycji z najbardziej dostępnych źródeł finansowania wewnętrznego przedsiębiorstw.

**Tabela 1**

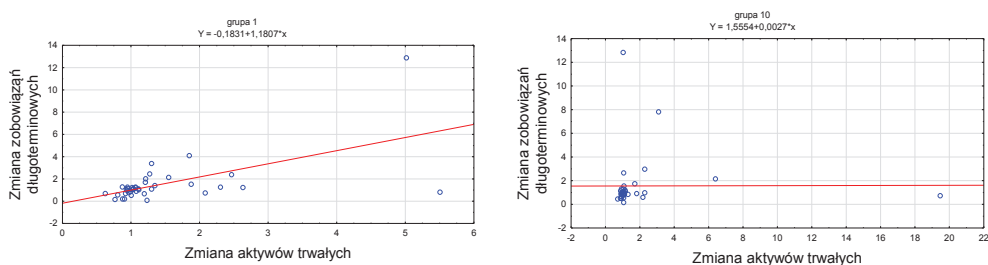
Poziom samofinansowania i charakterystyka struktury kapitału badanych podmiotów (%)

Wyszczególnienie	Rok	Grupa 1	Grupa 10	Średnio w próbie
Wskaźnik zadłużenia ogółem	2011	75,93	29,06	49,19
	2012	73,67	37,23	48,18
	2013	75,44	37,43	47,28
	2014	76,46	26,59	43,71
	średnio	75,37	32,53	47,09
Udział nadwyżki/deficytu finansowej/finansowego w aktywach ogółem	2011	-9,39	38,31	8,49
	2012	-8,88	37,61	8,83
	2013	-8,38	39,79	9,09
	2014	-10,09	47,64	10,45
	średnio	-9,18	40,84	9,21
Udział aktywów trwałych w aktywach ogółem	2011	57,36	44,57	52,79
	2012	50,48	49,18	53,49
	2013	56,50	43,34	54,88
	2014	57,42	45,66	55,67
	średnio	55,44	45,68	54,21

Źródło: opracowanie własne.

Relacja pomiędzy zmianą wartości aktywów trwałych a zaangażowaniem zobowiązań długoterminowych przedstawiono na rysunku 1. W grupie 1 zmiana wartości aktywów trwałych przekładała się na zwiększenie poziomu zadłużenia długoterminowego. Zależność ta wskazuje na finansowanie dokonywanych inwestycji zewnętrznymi źródłami

finansowania, z uwagi na fakt ograniczonego dostępu do finansowania wewnętrznego. W grupie o najwyższej nadwyżce finansowej (grupa 10) wzrost aktywów trwałych nie wiązał się bezpośrednio ze zwiększeniem poziomu zadłużenia długoterminowego. Potwierdza to tezę, iż w zakresie kolejności doboru źródeł finansowania, sekwencje doboru kapitału bazują w pierwszej kolejności na uzyskanej nadwyżce finansowej.



**Rysunek 1.** Relacja zmiany wartości aktywów trwałych do finansowania długoterminowego obcego

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 2**

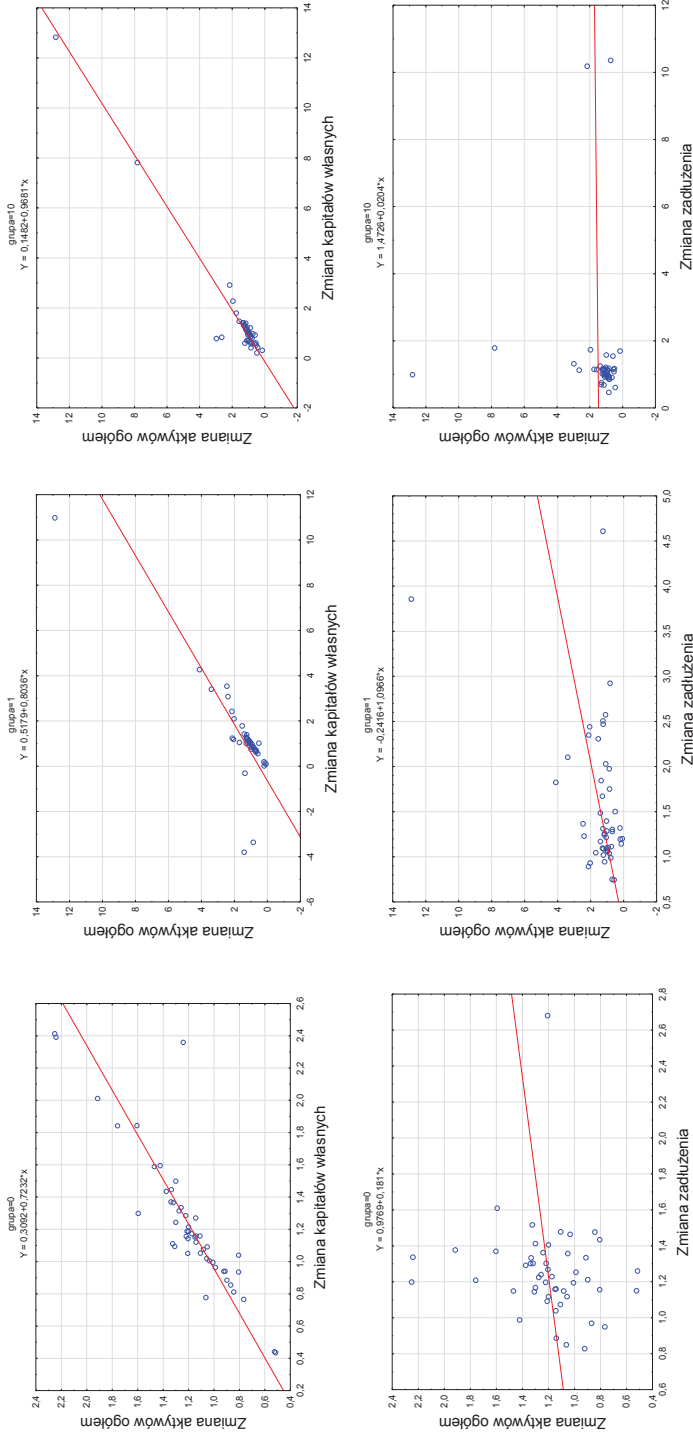
Korelacja rang Spearmana

Wyszczególnienie	Zmiana aktywów ogółem	Zmiana kapitałów własnych	Zmiana zadłużenia
W badanej populacji ogółem			
Zmiana aktywów ogółem	1,000000	0,911933*	0,240048
Zmiana kapitałów własnych	0,911933*	1,000000	0,174454
Zmiana zadłużenia	0,240048	0,174454	1,000000
W grupie 1			
Zmiana aktywów ogółem	1,000000	0,803878*	0,280204
Zmiana kapitałów własnych	0,803878*	1,000000	0,214898
Zmiana zadłużenia	0,280204	0,214898	1,000000
W grupie 10			
Zmiana aktywów ogółem	1,000000	0,748751*	0,177428
Zmiana kapitałów własnych	0,748751*	1,000000	0,152143
Zmiana zadłużenia	0,177428	0,152143	1,000000

\* Istotne dla  $p < 0,05$ .

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 2 przedstawiono współczynniki korelacji rang Spearmana, celem oceny istotności zmian struktury finansowania i wzrostu przedsiębiorstw. Zarówno w grupie przedsiębiorstw o najniższym deficycie finansowym oraz najwyższej nadwyżce finansowej w relacji do aktywów ogółem, istotna statystycznie była zależność wzrostu przedsiębiorstw



**Rysunek 2.** Zmiana poziomu aktywów ogółem, kapitału własnego i zadłużenia

Źródło: opracowanie własne.



wraz z wyższą wartością kapitału własnego. Relacja ta wskazuje na powiększanie gwarancji prowadzonej działalności poprzez zatrzymanie zysku w przedsiębiorstwie i wykorzystanie go do wspierania rozwoju. Najwyższy poziom współzależności tych zmiennych odnotowano w całej populacji (0,9119), a najniższy w przedsiębiorstwach o najwyższej nadwyżce finansowej w relacji do aktywów (0,7487). Świadczy to o mniej efektywnym wykorzystaniu samofinansowania w grupie 10 dla celów finansowania wzrostu. Potwierdzają to badania Jensena, według którego wyższy udział zobowiązań motywuje zarządzających do podnoszenia efektywności prowadzonej działalności, w celu zachowania zdolności do obsługi długu (Jensen, 1986, s. 323–329).

Na rysunku 2 przedstawiono relację zmiany poziomu aktywów ogółem do zmian wartości zadłużenia i kapitału własnego w ramach wielkości średnich dla wyróżnionych podklas PKD 10.0. i 11.0. Przedstawiony wykres rozrzutu potwierdził zależności korelacyjne, wskazując na najwyższą relację występującą pomiędzy aktywami a wartością kapitału własnego w badanych grupach przedsiębiorstw. W tabeli 3 przedstawiono wyniki porównań wielokrotnych wykonanych *post hoc* dla średnich rang pomiędzy grupą 1 i grupą 10. Grupy przedsiębiorstw były istotnie zróżnicowane ze względu na zmianę wartości kapitałów własnych ( $p = 0,0000$ ) oraz zadłużenia ( $p = 0,0287$ ).

**Tabela 3**

Wartość p-value oraz rangi dla porównań wielokrotnych dwustronnych pomiędzy grupą 1 i 10

Zmienne	Rangi – wartość „z”	p-value <sup>a</sup>
Zmiana wartości aktywów	-0,77996	0,435413
Zmiana wartości kapitałów własnych	-4,55233 *	0,000005 *
Zmiana wartości zadłużenia	2,18695 *	0,028747 *
Zmiana wartości aktywów trwałych	0,27018	0,787019
Zmiana wartości zadłużenia długoterminowego	0,89211	0,372332

<sup>a</sup>Poziomy p dla testu dwustronnego z poprawką Bonferroniego dla porównywanych grup.

\* Istotne dla  $p < 0,05$ .

Źródło: opracowanie własne.

## Uwagi końcowe

Na podstawie przeprowadzonych badań potwierdzono ważną rolę finansowania wewnętrznego w kształtowaniu wzrostu małych i średnich przedsiębiorstw przetwórstwa spożywczego. Zysk zatrzymany i amortyzacja pełniły istotną rolę zarówno w finansowaniu bieżącym, jak i w finansowaniu inwestycji w majątek trwały, kształtując stopę wzrostu tych podmiotów. Zmiany w zakresie finansowania zewnętrznego wystąpiły w przedsiębiorstwach o najwyższym deficycie, wskazując zarówno na finansowanie krótko-, jak i długoterminowe kapitałem obcym. W przedsiębiorstwach przetwórstwa spożywczego wzrost

długoterminowego finansowania obcego nie odnotował istotnej współzależności korelacyjnej ze wzrostem aktywów trwałych, co wynikać mogło ze zróżnicowanej dostępności do tego źródła finansowania. Na podstawie przeprowadzonych badań potwierdzono preferencje finansowania wewnętrznych przedsiębiorstw przetwórstwa spożywczego.

## Literatura

- Adomdza, G., Åstebro, T., Yong, K. (2016). Decision biases and entrepreneurial finance. *Small Business Economics*, 47 (4), 819–834.
- Agca, S., Mozumdar, A. (2007). *Corporate Financing Choices Constrained by the Amount of Debt Firms can Support*. Working Paper. George Washington University and Virginia Tech.
- Bhama, V., Jain, P.K., Yadav, S.S. (2015). Does Firms' Pecking Order Vary during Large Deficits and Surpluses? An Empirical Study on Emerging Economies. *Procedia Economics and Finance*, 30, 155–163.
- Bhama, V., Jain, P.K., Yadav, S.S. (2016). Testing the pecking order theory of deficit and surplus firms: Indian evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 12 (3), 335–350.
- Brighi, P., Patuelli, R., Torluccio, G. (2012). *Self-Financing of Traditional and R&D Investments: Evidence from Italian SMEs*. Pobrane z: <http://amsacta.unibo.it/3998/1/WP845.pdf>.
- Chirinko, R.S., Singha, A.R. (2000). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: a critical comment. *Journal of Financial Economics*, 58 (3), 417–425.
- Daskalakis, N., Thanou E. (2010). *Capital structure of SMEs: to what extent does size matter?* Pobrane z: <https://ssrn.com/abstract=1683161> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1683161> SSRN 1683161.
- De Jong, A., Verbeek, M., Verwijmeren, P. (2011). Firms' debt–equity decisions when the static tradeoff theory and the pecking order theory disagree. *Journal of Banking & Finance*, 35 (5), 1303–1314.
- Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity: a study of Corporate debt capacity*. Boston: Harvard Graduate School of Business Administration.
- Frank, M., Goyal, V. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67, 217–248.
- Grzywacz, J. (2008). *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Iwin, J. (2003). Efekt amortyzacji w kształtowaniu struktury kapitału przedsiębiorstwa. *Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, 974 (1), 310–322.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow. *Corporate Finance and Takeovers. American Economic Review, Papers and Proceedings*, 76, 323–329.
- De Jong, A., Verbeek, M., Verwijmeren, P. (2011). Firms' debt–equity decisions when the static tradeoff theory and the pecking order theory disagree. *Journal of Banking & Finance*, 35 (5), 1303–1314.
- Kowalski, S. (2009). Rola kapitału w finansowaniu działalności małych i średnich przedsiębiorstw. W: J. Ostaszewski (red.), *Dylematy kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie* (s. 221–230). Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Kubiak, J. (2005). *Hierarchia źródeł krótkoterminowego finansowania przedsiębiorstwa*. Katowice: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach.
- Lin, Y.H., Hu, S.Y., Chen, M.S. (2008). Testing pecking order prediction from the viewpoint of managerial optimism: Some empirical evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16 (1), 160–181.
- Leary, M.T., Roberts, M.R. (2010). The pecking order, debt capacity and information. *Journal of Financial Economics*, 95, 332–355.
- Łuczka, T. (2013). *Makro i mikro-ekonomiczne determinanty struktury kapitału w małych i średnich przedsiębiorstwach*. Poznań: Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej.
- Myers, S.C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15, 81–102.
- Myers, S.C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39, 575–592.
- Myers, S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5 (2), 147–175.
- Myers, S.C., Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.
- Piotrowska, M. (1997). *Finanse spółek, krótkoterminowe decyzje finansowe*. Wrocław: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu.

- Psillaki, M., Daskalakis, N. (2009). Are the determinants of capital structure country or firm specific? *Small Business Economics*, 33 (3), 319–333.
- Ramalho J.S.J., da Silva, J.V. (2009). A two-part fractional regression model for the financial leverage decisions of micro, small, medium and large firms. *Quantitative Finance*, 9 (5), 621–636.
- Watson, R., Wilson, N. (2002). Small and Medium Size Enterprise Financing: A Note on Some of the Empirical Implications of a Pecking Order. *Journal Business Finance & Accounting*, 29, 557–578.
- Wilamowska, Z., Wilamowski, M. (2001). *Sztuka zarządzania finansami. Cz. II*. Bydgoszcz: Oficyna Wydawnicza Ośrodka Postępu Organizacyjnego.
- Xiang, D., Worthington, A. (2015). Finance-seeking behaviour and outcomes for small- and medium-sized enterprises. *International Journal of Managerial Finance*, 11 (4), 513–530.
- Zalewski, H. (1999). *Polityka i strategia w zarządzaniu finansami firmy*. Gdańsk: ODDK.
- Zadora, H. (2009). *Finansowanie małego przedsiębiorstwa w teorii i praktyce zarządzanie*. Warszawa: C.H. Beck.

#### THE ROLE OF FINANCING IN RELATION TO THE THEORY OF PEAKING ORDER HIERARCHY ON THE EXAMPLE OF SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES FROM FOOD PROCESSING SECTOR

**Abstract:** The aim of the study is to assess the significance of the financing sources order hierarchy in relation to the level of internal capital in small and medium-sized enterprises from food processing sector. Financial data are from Main Statistical Office in Poland from F-02 form – non-financial corporations. The survey includes data for NACE section 10.0 and 11.0. The surveyed companies were categorized by increasing the level of financial surplus or decreasing deficit of these funds in relation to total assets. Entities with the highest level of financial surplus and the lowest deficits were evaluated in terms of groups PKD, due to the change in the value of equity and debt in relation to the value of assets and due to a level of long-term debt to the fixed assets. In the food-processing companies with a high level of financial deficit noticed higher debt level which determined the increase in assets value. In companies with the high financial surplus, entities conditioned their level of growth with the increase in equity. The results are a continuation study from the field of internal financing of non-financial enterprises, acting in the original value.

**Keywords:** internal financing, order selection of the financing sources, SME, food processing companies

#### Cytowanie

- Mądra-Sawicka, M. (2017). Rola finansowania wewnętrznego w odniesieniu do teorii hierarchii źródeł finansowania na przykładzie małych i średnich przedsiębiorstw przetwórstwa spożywczego. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1 (85), 291–301. DOI: 10.18276/frfu.2017.1.85-23.