

**PRACE NAUKOWE**

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

**RESEARCH PAPERS**

of Wrocław University of Economics

**271**

# Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Tom 1



Redaktorzy naukowi

**Adam Kopiński, Tomasz Słoński,  
Bożena Ryszawska**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2012

Redaktorzy Wydawnictwa: Elżbieta Kozuchowska, Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Justyna Mroczkowska

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

[www.ibuk.pl](http://www.ibuk.pl), [www.ebscohost.com](http://www.ebscohost.com),

The Central and Eastern European Online Library [www.ceeol.com](http://www.ceeol.com),

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

[http://kangur.uek.krakow.pl/bazy\\_ae/bazekon/nowy/index.php](http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php)

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa

[www.wydawnictwo.ue.wroc.pl](http://www.wydawnictwo.ue.wroc.pl)

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
Wrocław 2012

**ISSN 1899-3192**

**ISBN 978-83-7695-219-2 (całość)**

**ISBN 978-83-7695-223-9 t. 1**

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

## Spis treści

Wstęp .....	11
<b>Abdul Nafea Al Zararee, Abdulrahman Al-Azzawi:</b> The impact of free cash flow on market value of firm.....	13
<b>Tomasz Berent, Sebastian Jasinowski:</b> Financial leverage puzzle – preliminary conclusions from literature review .....	22
<b>Michał Buszko:</b> Zarządzanie ryzykiem konwersji kapitału nieruchomości ( <i>equity release</i> ) .....	40
<b>Magdalena Bywalec:</b> Jakość portfela kredytów mieszkaniowych w Polsce w latach 2007-2011 .....	49
<b>Jolanta Ciak:</b> Model of public debt management institutions in Poland and the models functioning within the European Union .....	59
<b>Leszek Czapiewski, Jarosław Kubiak:</b> Syntetyczny miernik poziomu asymetrii informacji (SMAI) .....	68
<b>Anna Doś:</b> Low-carbon technologies investment decisions under uncertainty created by the carbon market.....	79
<b>Justyna Dyduch:</b> Ocena efektywności kosztowej inwestycji proekologicznych.....	88
<b>Ewa Dziawgo:</b> Analiza własności opcji <i>floored</i> .....	100
<b>Ryta Dziemianowicz:</b> Kryzys gospodarczy a polityka podatkowa w krajach UE.....	113
<b>Józefa Famielec:</b> Finansowanie zreformowanej gospodarki odpadami komunalnymi .....	123
<b>Anna Feruś:</b> The use of data envelopment analysis method for the estimation of companies' credit risk .....	133
<b>Joanna Fila:</b> Europejski instrument mikrofinansowy Progress wsparciem w obszarze mikrofinansów.....	144
<b>Sławomir Franek:</b> Ocena wiarygodności prognoz makroekonomicznych – doświadczenia paktu stabilności i wzrostu a wieloletnie planowanie budżetowe .....	152
<b>Paweł Galiński:</b> Produkty i usługi bankowe dla jednostek samorządu terytorialnego w Polsce.....	162
<b>Alina Gorczyńska, Izabela Jonek-Kowalska:</b> Kwity depozytowe jako źródło finansowania podmiotów gospodarczych w warunkach globalizacji rynków finansowych .....	172
<b>Jerzy Grabowiecki:</b> Financial structure and organization of <i>keiretsu</i> – Japanese business groups.....	181

<b>Sylwia Grenda:</b> Ryzyko cen transferowych w działalności przedsiębiorstw powiązanych .....	191
<b>Maria Magdalena Grzelak:</b> Ocena związków pomiędzy nakładami na działalność innowacyjną a konkurencyjnością przedsiębiorstw przemysłu spożywczego w Polsce.....	202
<b>Agnieszka Jachowicz:</b> Finanse publiczne w Polsce w świetle paktu stabilności .....	214
<b>Agnieszka Janeta:</b> Rynkowe wskaźniki oceny stanu finansów publicznych na przykładzie wybranych krajów strefy euro .....	226
<b>Agnieszka Janeta:</b> Obligacje komunalne jako instrument finansowania rozwoju lokalnego i regionalnego.....	236
<b>Bogna Janik:</b> Efficiency of investment strategy of Socially Responsible Funds Calvert.....	247
<b>Anna Jarzębska:</b> Obszary zarządzania płynnością finansową w publicznej szkole wyższej .....	256
<b>Tomasz Jewartowski, Michał Kaldowski:</b> Struktura kapitału i dywersyfikacja działalności spółek rodzinnych notowanych na GPW .....	265
<b>Marta Kacprzyk, Rafał Wolski, Monika Bolek:</b> Analiza wpływu wskaźników płynności i rentowności na kształtowanie się ekonomicznej wartości dodanej na przykładzie spółek notowanych na GPW w Warszawie.....	279
<b>Arkadiusz Kijek:</b> Modelowanie ryzyka sektorowego przy zastosowaniu metody harmonicznej .....	289
<b>Anna Kobialka:</b> Analiza dochodów gmin województwa lubelskiego w latach 2004-2009.....	302
<b>Anna Korombel:</b> Zarządzanie ryzykiem w praktyce polskich przedsiębiorstw .....	313
<b>Anna Korzeniowska, Wojciech Misterek:</b> Znaczenie instytucji otoczenia biznesu we wdrażaniu innowacji MŚP.....	322
<b>Magdalena Kowalczyk:</b> Wykorzystanie narzędzi rachunkowości zarządczej w sektorze finansów publicznych.....	334
<b>Mirosław Kowalewski, Dominika Siemianowska:</b> Zarządzanie kosztami za pomocą zarządzania przez cele na przykładzie zakładu przetwórstwa mięsnego X .....	343
<b>Paweł Kowalik, Błażej Prus:</b> Analiza wyznaczania kwoty na wyrównanie dochodów w krajowych niemieckich systemach wyrównania finansowego na przykładzie 2011 roku.....	353
<b>Sylwester Kozak, Olga Teplova:</b> Covered bonds and RMBS as secured funding instruments for the real estate market in the EU.....	367
<b>Małgorzata Kożuch:</b> Preferencje podatkowe jako narzędzia subsydiowania przedsięwzięć ochrony środowiska .....	378
<b>Marzena Krawczyk:</b> Gotowość inwestycyjna determinantą pozyskiwania kapitału od aniołów biznesu .....	388

<b>Marzena Krawczyk:</b> Teoria hierarchii źródeł finansowania w praktyce innowacyjnych MŚP w Polsce .....	397
<b>Jarosław Kubiak:</b> Planowanie należności na podstawie cyklu ich rotacji określonego według zasady lifo oraz według wartości średniej .....	407
<b>Iwa Kuchciak:</b> <i>Crowdsourcing</i> w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa.....	418
<b>Marcin Kuzel:</b> Chińskie inwestycje bezpośrednie na świecie – skala, kierunki i motywy ekspansji zagranicznej .....	427
<b>Katarzyna Lewkowicz-Grzegorzczak:</b> Progresja podatkowa a redystrybucja dochodów .....	439
<b>Katarzyna Lisińska:</b> Struktura kapitałowa przedsiębiorstw produkcyjnych w Polsce, Niemczech i Portugalii .....	449
<b>Joanna Lizińska:</b> Problem doboru portfela porównawczego w długookresowej ewaluacji efektów kolejnych emisji akcji .....	459
<b>Bogdan Ludwiczak:</b> Wykorzystanie metody VaR w procesie pomiaru ryzyka.....	468
<b>Justyna Łukomska-Szarek:</b> Ocena zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w Polsce w latach 2004-2010.....	480
<b>Agnieszka Majewska:</b> Wykorzystanie opcji quanto w zarządzaniu ryzykiem pogodowym w przedsiębiorstwach sektora energetycznego.....	490
<b>Monika Marcinkowska:</b> Rachunkowość społeczna – czyli o pomiarze wyników przedsiębiorstw w kontekście oczekiwań interesariuszy .....	502

## Summaries

<b>Abdul Nafea Al Zararee:</b> Wpływ wolnych przepływów pieniężnych na wartość rynkową firmy .....	21
<b>Tomasz Berent, Sebastian Jasinowski:</b> Dźwignia finansowa – wstępne wnioski z przeglądu literatury.....	39
<b>Michał Buszko:</b> Risk management of real estate equity release .....	48
<b>Magdalena Bywalec:</b> The quality of the portfolio of housing loans in Poland in 2007-2011 .....	58
<b>Jolanta Ciak:</b> Model instytucji zarządzania długiem publicznym w Polsce na tle modeli funkcjonujących w Unii Europejskiej .....	67
<b>Leszek Czapiewski, Jarosław Kubiak:</b> Synthetic measure of the degree of information asymmetry .....	78
<b>Anna Doś:</b> Decyzje o inwestycjach w technologii obniżające emisję CO <sub>2</sub> w warunkach niepewności stwarzanej przez europejski system handlu emisjami.....	87
<b>Justyna Dyduch:</b> Assessment of cost effectiveness of proecological investments .....	99
<b>Ewa Dziawgo:</b> The analysis of the properties of floored options .....	112

<b>Ryta Dziemianowicz:</b> Economic crisis and tax policy in the EU countries ...	123
<b>Józefa Famielec:</b> Financing of reformed economy of municipal waste .....	132
<b>Anna Feruś:</b> Wykorzystanie metody granicznej analizy danych do oceny ryzyka kredytowego przedsiębiorstw .....	143
<b>Joanna Fila:</b> The European Progress Microfinance Facility as an example of the support in microfinance .....	151
<b>Sławomir Franek:</b> Credibility of macroeconomic forecasts – experiences of stability and growth pact and multi-year budgeting planning .....	161
<b>Paweł Galiński:</b> Banking products and services for local governments in Poland .....	171
<b>Alina Gorczyńska, Izabela Jonek-Kowalska:</b> Depositary receipts as a source of businesses entities financing in the conditions of globalization of financial markets .....	180
<b>Jerzy Grabowiecki:</b> Struktura finansowa i organizacja japońskich grup kapitałowych <i>keiretsu</i> .....	190
<b>Sylwia Grenda:</b> Transfer pricing risk in the activity of related companies ....	201
<b>Maria Magdalena Grzelak:</b> Assessment of relationship between outlays on innovation and competitiveness of food industry enterprises in Poland....	213
<b>Agnieszka Jachowicz:</b> Public finance in Poland in the perspective of the Stability and Growth Pact .....	225
<b>Agnieszka Janeta:</b> Market indicators assessing the state of public finances: the case of selected euro zone countries.....	235
<b>Agnieszka Janeta:</b> Municipal bonds as a financing instrument for local and regional development.....	246
<b>Bogna Janik:</b> Efektywność strategii inwestycyjnych funduszy społecznie odpowiedzialnych Calvert .....	255
<b>Anna Jarzębska:</b> Areas of liquidity management in public university .....	264
<b>Tomasz Jewartowski, Michał Kaldoński:</b> Capital structure and diversification of family firms listed on the Warsaw Stock Exchange .....	278
<b>Marta Kacprzyk, Rafał Wolski, Monika Bolek:</b> Liquidity and profitability ratios influence on economic value added basing on companies listed on the Warsaw Stock Exchange.....	288
<b>Arkadiusz Kijek:</b> Sector risk modelling by harmonic method .....	301
<b>Anna Kobiałka:</b> Analysis of revenue of Lublin Voivodeship communes in 2004-2009 .....	312
<b>Anna Korombel:</b> Risk management in practice of Polish companies.....	321
<b>Anna Korzeniowska, Wojciech Misterek:</b> The role of business environment institutions in implementing SMEs' innovations .....	333
<b>Magdalena Kowalczyk:</b> Using tools of managerial accounting in public finance sector .....	342

<b>Mirosław Kowalewski, Dominika Siemianowska:</b> Cost management conducted with the utilization of Management by Objectives on an example of meat processing plant.....	352
<b>Paweł Kowalik, Błażej Prus:</b> The analysis of determining the amount of the financial equalization in German's national financial equalization systems on the example of 2011 .....	366
<b>Sylwester Kozak, Olga Teplova:</b> Listy zastawne i RMBS jako bezpieczne instrumenty finansujące rynek nieruchomości w UE .....	377
<b>Małgorzata Kożuch:</b> Tax preferences as the instrument of subsidizing of ecological investments.....	387
<b>Marzena Krawczyk:</b> Investment readiness as a determinant for raising capital from business angels .....	396
<b>Marzena Krawczyk:</b> Theory of financing hierarchy in the practice of innovative SMEs in Poland.....	406
<b>Jarosław Kubiak:</b> The receivables level planning on the basis of cycle of rotation determined by the LIFO principles and by average value .....	417
<b>Iwa Kuchciak:</b> Crowdsourcing in the creation of bank company value .....	426
<b>Marcin Kuzel:</b> Chinese foreign direct investment in the world – scale, directions and determinants of international expansion .....	438
<b>Katarzyna Lewkowicz-Grzegorzczak:</b> Tax progression vs. income redistribution.....	448
<b>Katarzyna Lisińska:</b> Capital structure of manufacturing companies in Poland, Germany and Portugal.....	458
<b>Joanna Lizińska:</b> The long-run abnormal stock returns after seasoned equity offerings and the choice of the reference portfolio .....	467
<b>Bogdan Ludwiczak:</b> The VAR approach in the risk measurement .....	479
<b>Justyna Łukomska-Szarek:</b> Assessment of debt of local self-government units in Poland in the years 2004-2010.....	489
<b>Agnieszka Majewska:</b> Weather risk management by using quanto options in enterprises of the energy sector.....	501
<b>Monika Marcinkowska:</b> “Social accounting” – or how to measure companies’ performance in the context of stakeholders’ expectations .....	525

**Tomasz Jewartowski, Michał Kaldoński**

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

---

## STRUKTURA KAPITAŁU I DYWERSYFIKACJA DZIAŁALNOŚCI SPÓŁEK RODZINNYCH NOTOWANYCH NA GPW

---

**Streszczenie:** W literaturze przedmiotu z zakresu zarządzania finansami w spółkach rodzinnych spotkać można tezę, iż spółki takie traktują dywersyfikację na poziomie spółki jako substytut dywersyfikacji indywidualnych portfeli ich właścicieli, co wskazywałoby, iż podstawową przesłanką dywersyfikacji miałyby być chęć obniżenia ryzyka prowadzenia działalności. Przeprowadzone przez nas badania nie dały jednak podstaw do stwierdzenia, iż publiczne spółki rodzinne miałyby być bardziej zdywersyfikowane niż nierodzinne. Udało nam się z kolei wykazać, iż istnieje pozytywna zależność pomiędzy stopniem dywersyfikacji a poziomem wykorzystywanego długu. Szczegółowa analiza pozwoliła na wyciągnięcie wniosków, iż wśród spółek rodzinnych te bardziej zdywersyfikowane korzystają w większym stopniu z długu. Podobnie wśród wszystkich spółek zdywersyfikowanych bardziej zadłużone są spółki rodzinne niż nierodzinne. Wyniki badań skłaniają nas do postawienia hipotezy, iż dywersyfikacja pozwala spółkom rodzinnym korzystać w większym stopniu z długu dzięki zwiększonej pojemności zadłużeniowej, a jedną z istotnych przesłanek wyboru długu jako źródła finansowania działalności mogą być korzyści związane z zachowaniem kontroli.

**Słowa kluczowe:** struktura kapitału, struktura własności, dywersyfikacja działalności, finansowanie spółek rodzinnych.

### 1. Wstęp

Dowodów na odrębność i specyfikę firm rodzinnych dostarczają rozmaite badania. Wiele ośrodków naukowych wykazuje coraz większe zainteresowanie tego typu podmiotami: ich liczbą, wynikami finansowymi oraz naturą różnic pomiędzy nimi a przedsiębiorstwami nierodzinnymi. Cały czas brakuje jednak badań mających na celu potwierdzenie odrębności tych podmiotów ze względu na ich strukturę kapitału oraz stopień dywersyfikacji działalności.

W większości przypadków zachowanie przez rodzinę kontroli nad spółką wymaga zaangażowania znacznej części jej majątku w aktywa spółki. Konsekwencją takiego stanu rzeczy jest słabo zdywersyfikowany portfel inwestycji rodzinnych. Można przypuszczać, iż w takich przypadkach spółki rodzinne mogą wykazywać



tendencje do ograniczenia ryzyka prowadzenia działalności, czego przejawem może być jej dywersyfikacja lub ograniczanie poziomu zadłużenia spółki.

Celem artykułu jest określenie charakteru i stopnia zależności pomiędzy strukturą kapitału, strukturą własności i stopniem dywersyfikacji działalności spółek publicznych – w szczególności tzw. firm rodzinnych – notowanych na GPW. Przedmiotem badań są spółki publiczne notowane na GPW wchodzące w skład jednego z trzech indeksów: WIG20, mWIG40, sWIG80, według stanu na koniec marca 2011 r., bez instytucji finansowych. Są to więc relatywnie największe podmioty notowane na GPW SA o dużej płynności. Zakres czasowy obejmuje lata 2008-2010.

W badaniach wykorzystane zostały dane pochodzące z bazy Worldscope firmy Thomson Reuters w zakresie stopnia dywersyfikacji działalności oraz struktury kapitału, a także dane z bazy Notoria Serwis SA w zakresie struktury własności analizowanych spółek.

## **2. Wyniki dotychczasowych badań nad zależnościami pomiędzy dywersyfikacją działalności a strukturą kapitału**

Dywersyfikacja działalności prowadzi do ograniczenia zmienności przepływów pieniężnych na poziomie spółki, jeżeli działalność poszczególnych segmentów działalności nie jest ze sobą ściśle skorelowana. Można więc stwierdzić, iż dywersyfikacja ogranicza ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej. Samo ograniczenie ryzyka na poziomie spółki nie powinno jednak przynosić dodatkowych korzyści akcjonariuszom, gdyż mogą tego dokonać taniej na poziomie własnych portfeli (praw własności).

Istnieje jednakże pewna grupa akcjonariuszy, którzy zasadniczo nie dywersyfikują własnych portfeli – są to właściciele spółek rodzinnych. Można wobec tego oczekiwać, iż dywersyfikacja na poziomie spółki stanowi dla nich substytut dywersyfikacji portfela, przy jednoczesnym zachowaniu kontroli nad spółką.

W niniejszym opracowaniu koncentrujemy się na możliwościach, jakie dywersyfikacja daje w zakresie zwiększania pojemności zadłużeniowej spółki, czyli na zależnościach pomiędzy stopniem dywersyfikacji a poziomem zadłużenia.

Pionierskie tezy w zakresie korzyści z dywersyfikacji w połączeniu z wykorzystaniem zwiększonej pojemności zadłużeniowej postawił Lewellen [1971]. Dywersyfikacja według niego zwiększa pojemność zadłużeniową przedsiębiorstwa, dzięki tzw. efektowi współubezpieczenia (*coinsurance effect*) pomiędzy poszczególnymi segmentami działalności. Wykorzystanie zwiększonej pojemności zadłużeniowej powinno – dzięki korzyściom podatkowym – przyczynić się do wzrostu wartości firmy.

Wyniki dotychczasowych badań empirycznych nad zależnością pomiędzy stopniem dywersyfikacji działalności a strukturą kapitału, których zbiorcze zestawienie prezentuje tab. 1, są niejednoznaczne.

W jednej z pionierskich prac dotyczących zjawiska tzw. *diversification discount* Berger i Ofek [1995] wykazują na podstawie badań empirycznych, iż dywersyfikacja działalności prowadzi do zmniejszenia wartości spółki, przy czym, jak zaznaczają, utrata wartości jest częściowo ograniczona korzyściami podatkowymi z dywersyfikacji (tarcza na odsetkach oraz rozliczanie strat w czasie). Ich badania wykazują istotną różnicę w poziomie zadłużenia pomiędzy spółkami jedno- i wielosegmentowymi.

**Tabela 1.** Rezultaty dotychczasowych badań empirycznych nad zależnością pomiędzy stopniem dywersyfikacji a udziałem długu w finansowaniu działalności

Autorzy	Zakres przestrzenny	Zakres czasowy	Wyniki badań
Berger, Ofek [1995]	3659 spółek (publiczne) USA	1986-1991	Pozytywna zależność między liczbą segmentów a udziałem długu w finansowaniu działalności
Comment, Jarrel [1995]	2085 spółek (publiczne) USA	1978-1989	Pozytywna zależność pomiędzy liczbą segmentów a udziałem długu przy braku istotnej zależności pomiędzy indeksem HH jako miarą dywersyfikacji a udziałem długu
Singh, Davidson, Suchard [2003]	1127 spółek (publiczne) USA	1994-1996	Brak istotnej zależności pomiędzy stopniem dywersyfikacji (produktowej) a poziomem długu. Pozytywna zależność pomiędzy łącznym efektem dywersyfikacji (produktowej i geograficznej) a poziomem długu
La Rocca, La Rocca, Gerace, Smark [2009]	180 spółek (publiczne i prywatne) Włochy	1980-2006	Pozytywna zależność pomiędzy stopniem dywersyfikacji a udziałem długu. Negatywna zależność w odniesieniu do spółek, których segmenty działalności są ściśle ze sobą powiązane (tzw. <i>related diversification</i> )

Źródło: opracowanie własne.

Do podobnych wniosków dochodzą Comment i Jarrel [1995] w zakresie zarówno ogólnego wpływu dywersyfikacji na wartość firmy, jak i pozytywnych efektów podatkowych związanych z dywersyfikacją, łączących się m.in. z tarczą odsetkową. Również oni znajdują istotne statystycznie różnice w poziomie zadłużenia pomiędzy spółkami jedno- i wielosegmentowymi, ale sami podają w wątpliwość znaczenie uzyskanych wyników, gdyż zmiana sposobu pomiaru dywersyfikacji na indeks Hirschmana-Herfindahla powoduje, iż te różnice znikają.

Badania Singha, Davidsona i Sucharda [2003] również doprowadziły autorów do wyciągnięcia wniosku o braku istotnej zależności pomiędzy stopniem dywersyfikacji a poziomem długu.

La Rocca, La Rocca, Gerace i Smark [2009] udokumentowali generalnie pozytywną zależność pomiędzy stopniem dywersyfikacji a udziałem długu, jednak wykazali, iż zależność jest odwrotna dla tzw. *related diversification* (udział długu niższy niż w przypadku spółek jednosegmentowych).

### **3. Wyniki dotychczasowych badań w zakresie struktury kapitału oraz dywersyfikacji spółek rodzinnych**

Przez pojęcie firmy rodzinnej rozumiane jest na ogół przedsiębiorstwo, którego kapitał w całości lub w przeważającej części znajduje się w posiadaniu rodziny, przynajmniej jeden jej członek wywiera decydujący wpływ na kierownictwo lub sam sprawuje funkcję kierowniczą z zamiarem trwałego utrzymania przedsięwzięcia w rękach rodziny. Innymi słowy, to przedsiębiorstwo, którego własność kontrolowana jest przez jedną rodzinę.

Specyfika firm rodzinnych – w tym także publicznych – znajduje swój wyraz m.in. w wysokim poziomie koncentracji własności w rękach zarządu. W takiej sytuacji kierowanie firmą tylko w ograniczonym stopniu odbywa się na zasadach agencji, a główny udziałowiec pracuje najczęściej sam jako dyrektor generalny. W rezultacie w publicznych firmach rodzinnych nie ma potrzeby stosowania wielu mechanizmów nadzoru korporacyjnego, niezbędnych z kolei w zapobieganiu oportunistom w zarządzaniu w firmach nierodzinnych. Udziały członków rodziny nie mają takiej płynności jak udziały znajdujące się w posiadaniu mniejszościowych inwestorów i najczęściej reprezentują one znaczną część majątku tych pierwszych. Wszystko to sprawia, iż podstawowym zadaniem nadzoru korporacyjnego w przedsiębiorstwach rodzinnych jest łagodzenie negatywnych skutków konfliktu interesów pomiędzy udziałowcami większościowymi a udziałowcami mniejszościowymi.

Zbyt jednolita struktura inwestycji rodzinnych i związana z tym obawa przed utratą znacznej części majątku w przypadku bankructwa, a także mocno ograniczona rola zadłużenia jako mechanizmu kontrolno-dyscyplinującego pozwalają przypuszczać, iż motyw i skala stopnia dywersyfikacji działalności oraz wykorzystania dźwigni finansowej przez rodzinne i nierodzinne spółki publiczne mogą podlegać daleko idącemu zróżnicowaniu. Z punktu widzenia rodziny dywersyfikacja na poziomie spółki stanowi bowiem substytut dywersyfikacji portfela jej aktywów i zobowiązań. Z kolei w obliczu niechęci do emisji nowych akcji i sprzedaży udziałów osobom spoza rodziny wykorzystanie długu umożliwi sfinansowanie strategii wzrostu przy jednoczesnym zachowaniu kontroli nad spółką w rękach rodziny.

Pierwotnie badania empiryczne poświęcone publicznym spółkom rodzinnym prowadzone były w ramach modelu systemu finansowego zorientowanego na rynek i w praktyce dotyczyły Stanów Zjednoczonych. W ostatnich latach obserwuje się jednak gwałtowny wzrost zainteresowania tego typu podmiotami w Europie kon-

tyntentalnej. Przynależność do określonego modelu systemu finansowego może być istotnym czynnikiem różnicującym wyniki badań nad firmami rodzinnymi.

Innym kluczowym czynnikiem wpływającym na porównywalność wyników badań jest przyjęta empiryczna definicja firmy rodzinnej. Przegląd literatury przedmiotu pozwala wyodrębnić dwa zasadnicze ujęcia firmy rodzinnej:

- oparte na udziale rodziny we własności firmy (*ultimate owner definition*), zgodnie z którym firma rodzinna to podmiot, w którym rodzina bezpośrednio lub pośrednio (struktury piramidalne, fundacje, trusty itp.) posiada kontrolny pakiet głosów. Uwzględnia się przy tym fakt, iż stosownie do obowiązującego modelu ładu korporacyjnego wielkość pakietu kontrolnego uzależniona jest od zapisów statutowych dotyczących progów głosowań oraz stopnia rozproszenia akcjonariatu spółki;
- oparte na udziale rodziny założyciela we własności i organach firmy (*founding family definition*), zgodnie z którym kluczowe znaczenie dla wyodrębnienia firmy rodzinnej ma kontrola założyciela rodziny nad firmą rozumiana jako własność, zarządzanie i nadzór. W tym przypadku wychodzi się z założenia, iż poza większościowym pakietem głosów źródłem kontroli nad firmą mogą być specjalne przywileje dla rodziny w postaci statutowego prawa powoływania większości członków zarządu lub rady nadzorczej. W klasycznym ujęciu *founding family* kryterium udziału we własności i kryterium udziału w organach mogą być wykorzystywane rozdzielnie. Z kolei przykładem łącznego wykorzystania obydwu kryteriów jest wskaźnik SFI (*substantial family influence*). Przegląd najważniejszych badań nad strukturą kapitału i dywersyfikacją publicznych spółek rodzinnych zawierają tab. 2 i 3.

Jak dotychczas badania empiryczne nad strukturą kapitału i dywersyfikacją publicznych spółek rodzinnych nie tylko nie są zbyt liczne, ale także nie prowadzą do jednoznacznych wniosków. Stopień dywersyfikacji firm rodzinnych jest generalnie niższy aniżeli firm nierodzinnych [Anderson, Rebb 2003; Schmid i in. 2008]. Jednocześnie w USA nie zaobserwowano statystycznie istotnej różnicy w poziomie zadłużenia firm rodzinnych i nierodzinnych [Anderson, Rebb 2003]. Z kolei w przypadku spółek niemieckich poziom zadłużenia firm rodzinnych jest niższy niż firm nierodzinnych [Ampenberger i in. 2009]. Bardziej przekrojowe badania obejmujące spółki z wybranych krajów Europy kontynentalnej [Crocì, Doukas, Gonenc 2011] oraz spoza jej obszaru [Ellul 2008] dowodzą, iż wyższy poziom zadłużenia firm rodzinnych niż nierodzinnych jest konsekwencją wykorzystywania długu jako mechanizmu umożliwiającego rodzinie utrzymywanie kontroli nad przedsiębiorstwem.

**Tabela 2.** Rezultaty dotychczasowych badań empirycznych nad strukturą kapitału i dywersyfikacją publicznych spółek rodzinnych według definicji *founding family*

Autorzy	Zakres przestrzenny	Zakres czasowy	Przedmiot badań	Definicja firmy rodzinnej	Wyniki badań
Anderson, Reeb [2003]	319 spółek USA S&P 500	1993-1999	Struktura kapitału Dywersyfikacja	<b>Founding Family</b> Udział we własności > 0,05 lub Udział w Zarządzie > 0	<b>Własność rodzinna sprzyja ograniczeniu kosztów agencji związanych z konfliktem interesów pomiędzy akcjonariuszem większościowym i mniejszościowym</b> – stopień dywersyfikacji firm rodzinnych jest niższy aniżeli firm nierodzinnych – poziom zadłużenia w firmach rodzinnych jest taki sam jak w firmach nierodzinnych – udział rodziny we własności przyczynia się do wzrostu wartości firmy
Schmid, Ampenberger, Kaserer, Achleitner [2008]	339 spółek Niemcy Prime Standard	2002-2006	Dywersyfikacja	<b>Founding Family</b> Udział we własności > 0,25 lub Udział w Zarządzie/RN > 0	<b>Stopień dywersyfikacji i poziom zadłużenia firm rodzinnych jest w większym stopniu determinowany przez koszty agencji związane z bezpośrednim udziałem rodziny w zarządzie aniżeli awersję do ryzyka związaną z wysokim stopniem koncentracji własności rodzinnej</b> – stopień dywersyfikacji i zadłużenia firm rodzinnych jest niższy aniżeli firm nierodzinnych – firmy rodzinne zarządzane przez członków rodziny są mniej zdywersyfikowane i zadłużone aniżeli firmy rodzinne zarządzane przez najętych menedżerów
Ampenberger, Schmid, Achleitner, Kaserer [2009]	660 spółek Niemcy CDAX	1995-2006	Struktura kapitału		

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 3.** Rezultaty dotychczasowych badań empirycznych nad strukturą kapitału i dywersyfikacją publicznych spółek rodzinnych według definicji *ultimate owner*

Autorzy	Zakres przestrzenny	Zakres czasowy	Przedmiot badań	Definicja firmy rodzinnej	Wyniki badań
Ellul [2008]	3608 spółek 36 krajów Cały świat	1994-2004	Struktura kapitału	Ultimate owner Udział we własności > 0,1	<p><b>Firmy rodzinne wykorzystują dług jako narzędzie umożliwiające zachowanie kontroli nad przedsiębiorstwem</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– firmy rodzinne charakteryzują się wyższym poziomem zadłużenia aniżeli firmy nierodzinne</li> <li>– w firmach rodzinnych dług jest wykorzystywany jako substytut innych mechanizmów utrzymywania kontroli (np. powiązania krzyżowe, struktury piramidalne), zaś jego znaczenie maleje wraz ze wzrostem udziału rodziny w strukturze własności</li> <li>– zadłużenie firm rodzinnych jest wyższe w krajach charakteryzujących się niskim poziomem ochrony praw inwestorów</li> </ul>
Croci, Doukas, Gonenc [2011]	777 spółek 12 krajów Europa kont.	1998-2008	Struktura kapitału	Ultimate owner Udział we własności > 0,1	<p><b>Finansowanie zewnętrzne w firmach rodzinnych determinowane jest przez konflikt interesów pomiędzy akcjonariuszem większościowym i mniejszościowym</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– obawa przed utratą kontroli sprawia, iż firmy rodzinne preferują dług jako formę finansowania zewnętrznego</li> <li>– wyższy poziom awersji firm rodzinnych względem ryzyka (niskie ryzyko inwestycji, koncentracja w branżach tradycyjnych) zwiększa dostępność długoterminowego finansowania obcego</li> </ul>

Źródło: opracowanie własne.

#### 4. Zależności pomiędzy stopniem dywersyfikacji działalności a strukturą kapitału spółek notowanych na GPW w latach 2008-2010

Badania zostały przeprowadzone na podstawie spółek, które według stanu na koniec marca 2011 r. wchodziły w skład jednego z trzech indeksów giełdowych: WIG20, mWIG40 oraz sWIG80, a zatem na bazie największych podmiotów o najbardziej płynnych instrumentach. Po wyeliminowaniu spółek z sektora finansowego próba badawcza ostatecznie obejmowała 111 spółek. Zakres czasowy badań obejmuje lata 2008-2010.

Przeprowadzone analizy wymagały przyjęcia określonych wskaźników mierzących poziom zadłużenia spółek oraz stopień dywersyfikacji ich działalności. Do wyznaczenia struktury kapitału posłużyliśmy się dwoma wskaźnikami: relacją zadłużenia długoterminowego do księgowej wartości kapitałów własnych – *long term debt to equity* (LTD/E) oraz relacją zadłużenia długoterminowego do kapitalizacji rynkowej *long term debt to market capitalization* (LTD/MCAP). Wyznaczając stopień dywersyfikacji działalności, zastosowaliśmy dwa najczęściej wykorzystywane podejścia do jego pomiaru: prostą liczbę segmentów działalności oraz indeks Hirschmana-Herfindahla konstruowany na bazie udziałów poszczególnych segmentów działalności w łącznych przychodach operacyjnych wykazywanych w skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych.

W pierwszej kolejności skupiliśmy się na badaniu zależności pomiędzy stopniem dywersyfikacji działalności a poziomem długu w spółkach. W dalszej części badań dokonaliśmy podziału spółek zgodnie z przyjętymi definicjami na spółki rodzinne i pozostałe, a w ramach tego podziału dokonaliśmy analizy ich średniego stopnia dywersyfikacji działalności oraz średniego poziomu zadłużenia.

Na wstępie podzieliliśmy próbę na dwie grupy względem liczby segmentów działalności. Przyjęliśmy przy tym średnią wartość liczby segmentów w całym analizowanym okresie, tj. w latach 2008-2010. Tym samym, jeżeli we wszystkich trzech latach spółka wykazywała w rocznym raporcie sporządzonym według standardu MSSF8 (wcześniej MSR14) przychody z jednego segmentu działalności, trafiała do grupy spółek jednosegmentowych (łącznie 59). Jeżeli przynajmniej w jednym roku spółka wykazywała w raporcie finansowym przychody z co najmniej dwóch segmentów działalności, klasyfikowana była do spółek wielosegmentowych (łącznie 52).

Dla obydwu grup spółek wyznaczone zostały średnie wartości wskaźników charakteryzujących udział długu w finansowaniu działalności, tj. odpowiednio wskaźnika LTD/E oraz LTD/MCAP. Aby wyeliminować wpływ skrajnych wartości wskaźników, oprócz średnich arytmetycznych wyznaczone zostały również mediany wskaźników w obydwu grupach. Dla obydwu par (średnich i median) przeprowadzone zostały testy istotności ich różnic pomiędzy grupą spółek jedno- i wielosegmentowych. Wyniki obliczeń prezentuje tab. 4.

**Tabela 4.** Średnie i mediany wskaźników poziomu zadłużenia w grupach spółek jedno- i wielosegmentowych (według definicji spółki wielosegmentowej: liczba segmentów [N] > 1)

	Liczba spółek	Średnia LTD/E	Średnia LTD/MCAP	Mediana LTD/E	Mediana LTD/MCAP
Spółki jednosegmentowe	59	0,26	0,21	0,11	0,08
Spółki wielosegmentowe	52	0,29	0,34	0,17	0,14
<i>T.TEST</i>		(0,6763)	(0,0638)*	-	-
<i>Test U Manna-Whitneya</i>		-	-	(0,4406)	(0,0648)*

W nawiasach podano wartość *p-value* dla testów istotności, liczba gwiazdek oznacza poziom istotności: \* –10%.

Źródło: opracowanie własne.

Zarówno średnie, jak i mediany obydwu wskaźników dla spółek wielosegmentowych wykazują wyższe wartości, co sugeruje, iż spółki te w większym stopniu finansują działalność kapitałami obcymi. Jednakże tylko w przypadku wskaźnika LTD/MCAP wykazane różnice są statystycznie istotne, co zweryfikowaliśmy zarówno standardowym parametrycznym testem dla różnicy w średnich, jak i nieparametrycznym testem U Manna-Whitneya dla różnicy w medianach. W obydwu testach uzyskaliśmy zbliżone wyniki, tzn. na poziomie istotności 10% znaleźliśmy podstawy do odrzucenia hipotezy o równości średnich i median w obydwu grupach podmiotów.

**Tabela 5.** Średnie i mediany wskaźników poziomu zadłużenia w grupach spółek jedno- i wielosegmentowych (według definicji spółki wielosegmentowej: liczba segmentów [N] ≥ 2)

	Liczba spółek	Średnia LTD/E	Średnia LTD/MCAP	Mediana LTD/E	Mediana LTD/MCAP
Spółki jednosegmentowe	59	0,26	0,21	0,11	0,08
Spółki wielosegmentowe	37	0,23	0,30	0,17	0,14
<i>T.TEST</i>		(0,9987)	(0,0807)*	-	-
<i>Test U Manna-Whitneya</i>		-	-	(0,4957)	(0,0371)**

W nawiasach podano wartość *p-value* dla testów istotności, liczba gwiazdek oznacza poziom istotności: \* –10%, \*\* –5%.

Źródło: opracowanie własne.

Na kolejnym etapie zmieniliśmy definicję spółki wielosegmentowej. Przyjeliśmy, iż spółka wielosegmentowa to taka spółka, która w każdym roku z 3-letniego horyzontu prowadziła działalność w co najmniej 2 segmentach biznesowych (łącznie 37).



Uzyskaliśmy podobne rezultaty jak w poprzednim etapie, z tym że różnice dla średniej okazały się mniej istotne, natomiast wyraźnie wzrosła różnica w poziomach mediany: udział długu dla tak rozumianych spółek wielosegmentowych okazał się znacznie większy.

W kolejnym etapie zmieniliśmy sposób wyznaczania stopnia dywersyfikacji z liczby segmentów na indeks Hirschmana-Herfindahla. Przyjęliśmy granicę 0,8 dla rozróżnienia spółek o relatywnie niskim (powyżej) i wysokim (poniżej) stopniu dywersyfikacji.

**Tabela 6.** Średnie i mediany wskaźników poziomu zadłużenia w grupach spółek o niskim oraz wysokim stopniu dywersyfikacji działalności mierzonego indeksem Hirschmana-Herfindahla (IHH)

	Liczba spółek	Średnia LTD/E	Średnia LTD/MCAP	Mediana LTD/E	Mediana LTD/MCAP
Spółki o niskim stopniu dywersyfikacji (IHH $\geq$ 0,8)	81	0,27	0,22	0,14	0,09
Spółki o wysokim stopniu dywersyfikacji (IHH $<$ 0,8)	30	0,28	0,40	0,16	0,22
<i>T.TEST</i>		(0,5979)	(0,0581)*	-	-
<i>Test U Manna-Whitneya</i>		-	-	(0,5793)	(0,0383)**

W nawiasach podano wartość *p-value* dla testów istotności, liczba gwiazdek oznacza poziom istotności: \* –10%, \*\* –5%.

Źródło: opracowanie własne.

Podobnie jak w przypadku poprzednich wyników również w tym przypadku uzyskaliśmy istotne różnice w poziomie zadłużenia mierzonego relacją długu długoterminowego do rynkowej wartości kapitału własnego.

## 5. Dywersyfikacja i struktura kapitału spółek rodzinnych notowanych na GPW w latach 2008-2010

Dokonując klasyfikacji spółek publicznych na rodzinne i nierodzinne, wyszliśmy z założenia, iż przyjęta empiryczna definicja firmy rodzinnej powinna przede wszystkim nawiązywać do definicji przyjmowanych przez innych badaczy, zapewniając w ten sposób porównywalność wyników. Jednocześnie staraliśmy się, aby zastosowana przez nas definicja w możliwie szerokim zakresie uwzględniała obowiązujący w Polsce model ładu korporacyjnego.

Na potrzeby badań stworzyliśmy definicję firmy rodzinnej, która bezpośrednio nawiązuje do podejścia *founding family*. Za kryterium przynależności do grupy firm rodzinnych uznaliśmy: a) posiadanie przez założyciela firmy lub jego rodzinę co najmniej 25% praw głosu i/lub b) udział przynajmniej jednego przedstawiciela rodziny w organach zarządzających lub kontrolnych spółki. W przypadku gdy firma miała więcej niż jednego założyciela, braliśmy pod uwagę łączne udziały rodzin wszystkich założycieli.

Posiadanie przez rodzinę określonej we wcześniejszym akapicie liczby praw głosu umożliwia jej istotny wpływ na podejmowanie kluczowych decyzji w spółce. Zgodnie z Kodeksem spółek handlowych podejmowanie decyzji strategicznych, takich jak np. zmiana statutu, zbycie przedsiębiorstwa lub jego części czy rozwiązanie spółki, wymaga kwalifikowanej większości głosów na poziomie 75%. Z kolei udział przedstawicieli rodziny w organach spółek niezależnie od posiadanych głosów może być przejawem przyznania indywidualnie oznaczonym akcjonariuszom przywilejów osobistych umożliwiających im znaczący wpływ na podejmowanie określonych decyzji dotyczących spółki.

Bazując na tak przyjętej definicji firmy rodzinnej, do grupy firm rodzinnych zaliczyliśmy 40 spółek, których rodowód – według nomenklatury stosowanej przez GPW – zaliczyć można do jednej z trzech grup: prywatne od początku, prywatne o państwowym rodowodzie oraz wchodzące w skład grup kapitałowych. Pozostałe spółki, w liczbie 71, zaliczone zostały do grupy firm nierodzinnych.

**Tabela 7.** Średnie i mediany wskaźników poziomu zadłużenia oraz stopnia dywersyfikacji w grupach spółek rodzinnych i nierodzinnych według definicji *founding family*

	Spółki rodzinne	Spółki nierodzinne	T.TEST	Test U M-W
Liczba spółek	40	71	-	-
Średnia liczba segmentów	1,40	1,61	(0,1384)	-
Średni indeks HH	0,88	0,87	(0,6807)	-
Średnia LTD/E	0,33	0,22	(0,1835)	-
Średnia LTD/MCAP	0,29	0,26	(0,7053)	-
Mediana LTD/E	0,24	0,09	-	(0,0405)**
Mediana LTD/MCAP	0,12	0,10	-	(0,40001)

W nawiasach podano wartość *p-value* dla testów istotności, liczba gwiazdek oznacza poziom istotności: \*\* –5%.

Źródło: opracowanie własne.

Jeżeli właściciele spółek rodzinnych traktowaliby dywersyfikację na poziomie spółki jako substytut dywersyfikacji ich indywidualnych portfeli, należałoby spodziewać się wyraźnej różnicy w stopniu dywersyfikacji na korzyść spółek rodzinnych. Badania, jakie przeprowadziliśmy w tym zakresie w odniesieniu do rodzinnych spółek publicznych notowanych na GPW, wykazują, iż takiej różnicy w zasadzie nie ma (średnia liczba segmentów jest nawet nieco większa dla spółek nierodzinnych, jednak różnica nie jest istotna statystycznie). Wyniki badań prowadzonych na rynku amerykańskim [Anderson, Reeb 2003] oraz niemieckim [Schmid

i in. 2008] wskazują nawet, iż spółki rodzinne są przeciętnie mniej zdywersyfikowane od nierodzinnych.

W zakresie różnic w strukturze finansowania spółek rodzinnych i nierodzinnych rezultaty naszych badań okazały się niejednoznaczne. Spośród czterech mierników struktury kapitału tylko w jednym przypadku (mediana wskaźnika długoterminowego zadłużenia do księgowej wartości kapitałów własnych – LTD/E) zaobserwowaliśmy statystycznie istotne różnice. Tak zdefiniowany wskaźnik dźwigni okazał się znacząco wyższy dla grupy spółek rodzinnych.

Następnie dokonaliśmy kilku dodatkowych podziałów w ramach naszej próby. W pierwszej kolejności wyeliminowaliśmy z próby spółki nierodzinne i spośród wszystkich spółek rodzinnych wyodrębniliśmy spółki jedno- oraz wielosegmentowe. Dokonaliśmy pomiaru udziału długu w ramach tych spółek i wyznaczyliśmy średnie oraz mediany dla obydwu grup.

**Tabela 8.** Średnie i mediany wskaźników poziomu zadłużenia w grupach rodzinnych spółek jedno- i wielosegmentowych (według definicji *founding family*)

	Liczba spółek	Średnia LTD/E	Średnia LTD/MCAP	Mediana LTD/E	Mediana LTD/MCAP
Spółki rodzinne jednosegmentowe	23	0,23	0,15	0,23	0,08
Spółki rodzinne wielosegmentowe	17	0,37	0,47	0,31	0,30
<i>T.TEST</i>		(0,0609)*	(0,0193)**	-	-
<i>Test U Manna-Whitneya</i>		-	-	(0,0848)*	(0,0201)**

W nawiasach podano wartość *p-value* dla testów istotności, liczba gwiazdek oznacza poziom istotności: \* –10%, \*\* –5%.

Źródło: opracowanie własne.

Testy istotności pozwoliły nam odrzucić hipotezę o równości średnich i median (dla wskaźnika udziału długu liczonego do wartości księgowej kapitału na poziomie istotności 10%, a dla wskaźnika odwołującego się do wartości rynkowych przy poziomie istotności 5%), zatem badania wykazały, iż spółki rodzinne bardziej zdywersyfikowane korzystają w znacznie większym stopniu z długu niż spółki rodzinne o skoncentrowanej działalności.

Do podobnych wniosków doszliśmy, dokonując grupowania względem innego kryterium, tj. charakteru spółki, po wyeliminowaniu z całej próby spółek jedno-segmentowych. Dokonaliśmy podziału spółek o zdywersyfikowanej działalności na spółki rodzinne i nierodzinne, a następnie w ramach tych grup wyznaczyliśmy średnie oraz mediany wskaźnika udziału długu w strukturze kapitału. Również w tym przypadku zastosowane testy istotności zasadniczo dały nam podstawy do odrzucenia hipotez o równości średnich (median). Tym samym wykazaliśmy, iż spośród wszystkich spółek o zdywersyfikowanej działalności spółki rodzinne wykorzystują dług w znacznie większym stopniu aniżeli pozostałe spółki nierodzinne.

**Tabela 9.** Średnie i mediany wskaźników poziomu zadłużenia w grupach wielosegmentowych spółek rodzinnych i nierodzinnych (według definicji *founding family*)

	Liczba spółek	Średnia LTD/E	Średnia LTD/MCAP	Mediana LTD/E	Mediana LTD/MCAP
Spółki wielosegmentowe rodzinne	17	0,47	0,47	0,31	0,30
Spółki wielosegmentowe nierodzinne	35	0,20	0,27	0,09	0,10
<i>T.TEST</i>		(0,0,51)*	(0,1519)	-	-
<i>Test U Manna-Whitneya</i>		-	-	(0,0173)**	(0,1141)

W nawiasach podano wartość *p-value* dla testów istotności, liczba gwiazdek oznacza poziom istotności: \* –10%, \*\* –5%.

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie powyższych badań skłonni jesteśmy twierdzić, iż w przypadku publicznych spółek rodzinnych decyzje strategiczne dotyczące dywersyfikacji działalności (kierunków inwestowania kapitału) są ściśle powiązane z decyzjami o strukturze kapitału.

W szczególności wyniki przeprowadzonych badań skłaniają nas do postawienia hipotezy, iż podstawowym motywem decyzji w zakresie zarówno dywersyfikacji działalności, jak i struktury kapitału publicznych spółek rodzinnych jest dążenie do utrzymania kontroli nad spółką przy jednoczesnym zapewnieniu finansowania działalności na poziomie adekwatnym do zapotrzebowania wynikającego z przyjętej strategii rozwoju spółki. Dywersyfikacja działalności sprzyja zwiększaniu udziału długu w strukturze kapitału dzięki zwiększaniu pojemności zadłużeniowej spółki. Dług umożliwia finansowanie bez utraty kontroli nad spółką.

Weryfikacja tak postawionej hipotezy wymaga oczywiście dalszych badań nad substytucyjnym charakterem długu w odniesieniu do innych mechanizmów zachowania kontroli nad spółką.

## Literatura

- Anderson R., Reeb D., *Founding – family ownership, corporate diversification, and firm leverage*, “Journal of Law and Economics” 2003, nr 46.
- Ampenberger M., Schmid D., Achleitner A., Kaserer C., *Capital structure decisions in family firms – empirical evidence from a bank – based economy*, CEFS Working Paper Series 2009, nr 5.
- Berger P.G., Ofek E., *Diversification’s effect on firm value*, “Journal of Financial Economics” 1995, vol. 37.
- Comment R., Jarrell G., *Corporate focus and stock returns*, “Journal of Financial Economics” 1995, vol. 37.
- Croci E., Doukas J., Gonenc H., *Family control and financing decisions*, Working Paper 2011.

- Ellul A., *Control motivations and capital structure decisions*, Working Paper. Indiana University, 2008.
- La Rocca M., La Rocca T., Gerace D., Smark C., *Effect of diversification on capital structure*, "Accounting & Finance" 2009, vol. 49.
- Lewellen W., *A pure financial rationale for the conglomerate merger*, "Journal of Finance" 1971, vol. 26, no. 2.
- Myers S.C., *Determinants of corporate borrowing*, "Journal of Financial Economics" 1977, vol. 5.
- Schmid D., Ampenberger M., Kaserer C., Achleitner A., *Family firms, agency costs and risk aversion – empirical evidence from diversification and hedging decisions*, CEFS Working Paper Series 2008, nr 13.
- Singh M., Davidson W. III, Suchard J., *Corporate diversification strategies and capital structure*, "Quarterly Review of Economics and Finance" 2003, vol. 43.
- Stein J.C., *Internal capital markets and the competition for corporate resources*, "Journal of Finance" 1997, vol. 52.

## CAPITAL STRUCTURE AND DIVERSIFICATION OF FAMILY FIRMS LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE

**Summary:** Literature on family firms financial management provides a thesis that founders of family firms – who usually do not hold well diversified portfolios – can use corporate diversification as a substitute for individual portfolio diversification. Such a view suggests that the main rationale for corporate diversification by family firms is risk mitigation. Our research does not support this view. We find no evidence for public family firms being more diversified than public non-family firms. However, we find a strict relation between corporate diversification and capital structure. Diversified family firms use more debt than single-segment family firms. Moreover, in our sample among all diversified firms family firms use more debt than diversified non-family firms. Upon these results we propose a hypothesis that family firms use diversification to increase their debt capacity which eventually helps them simultaneously raise capital and remain control.

**Keywords:** capital structure, ownership structure, corporate diversification, family firms.