

PRACE NAUKOWE

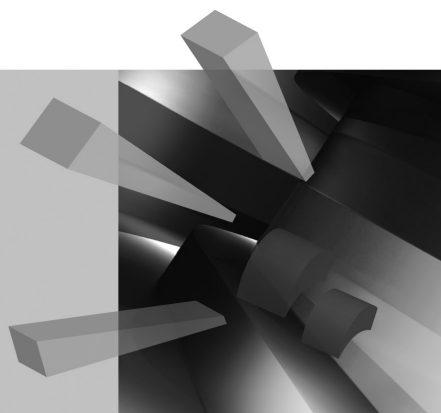
Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

261

Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem



Redaktorzy naukowi

Tadeusz Dudycz

Grażyna Osbert-Pociecha

Bogumiła Brycz



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Recenzenci: Wojciech Dyduch, Aldona Frączkiewicz-Wronka, Tadeusz Juja,
Dorota Kuchta, Dagmara Lewicka, Monika Marcinkowska,
Elżbieta Mączyńska, Bronisław Micherda, Krystyna Poznańska,
Maria Sierpińska, Wanda Skoczylas, Henryk Sobolewski,
Agnieszka Sopińska, Waldemar Tarczyński, Grzegorz Urbanek,
Tomasz Wiśniewski, Mirosław Wypych, Dariusz Zarzecki

Redakcja wydawnicza: Elżbieta Kożuchowska, Barbara Majewska

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

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

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-238-3

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	9
Agnieszka Bezat-Jarzębowska: Koncepcja pomiaru efektywności technicznej bazująca na zintegrowanym zastosowaniu metody SFA i metody DEA.....	11
Agnieszka Bieńkowska: Przejawy i uwarunkowania efektywności controlingu w przedsiębiorstwie.....	25
Marta Chudykowska: System pomiaru dokonań organizacji – przedmiot i narzędzie poprawy efektywności.....	38
Karolina Daszyńska-Żygadło, Jakub Marszałek: Analiza sektorowych uwarunkowań pojemności zadłużeniowej przedsiębiorstw – empiryczna weryfikacja modelu LKL.....	49
Magdalena Forfa: Opinie właścicieli gospodarstw rolnych dotyczące przydatności sprawozdania z przepływu pieniędzy.....	63
Józefa Monika Gryko, Marta Kluzek: Metodologiczne problemy pomiaru efektywności instrumentów wsparcia przedsiębiorstw.....	77
Jacek Jaworski: Charakter i dynamika zmian wybranych wyznaczników kondycji polskich małych przedsiębiorstw w warunkach kryzysu gospodarczego 2009–2010. Wyniki badań.....	89
Izabela Jonek-Kowalska: Racjonalizacja kosztów jako sposób poprawy efektywności działania w Spółce Restrukturyzacji Kopalń.....	103
Adam Kagan: Pomnażanie wartości właścicielskiej jako miara efektywności ekonomicznej funkcjonowania przedsiębiorstw rolnych.....	116
Tomasz Kijek: Pomiar efektywności kapitału innowacyjnego przedsiębiorstwa przy zastosowaniu metody DEA.....	132
Tomasz Kolakowski: Projekty turystycznego zagospodarowania obiektów dziedzictwa kulturowego na terenie województwa dolnośląskiego – efekty ekonomiczne i metody ich wyceny.....	141
Marzena Krawczyk: Gotowość inwestycyjna determinantą innowacyjności przedsiębiorstw – próba pomiaru.....	160
Iwa Kuchciak: Efektywność inwestowania w formie depozytów i inwestycji alternatywnych.....	173
Małgorzata Kwiedorowicz-Andrzejewska: Wybór formy opodatkowania a korzyści finansowe dla firm z sektora MSP.....	190
Grzegorz Łukasiewicz: Krytyczna analiza modeli pomiaru efektywności w zarządzaniu zasobami ludzkimi.....	202
Edyta Marcinkiewicz: Wpływ krótkiej sprzedaży na efektywność transakcyjną rynku kapitałowego w aspekcie płynności.....	218

Grzegorz Mikołajewicz: Luka wartości w kontekście sprawozdawczości przedsiębiorstwa	231
Anna Motylska-Kuźma: Rynkowe mierniki tworzenia wartości wybranych spółek notowanych na GPW – analiza krytyczna	245
Dariusz Nowak: Ocena i pomiar relacji w międzyorganizacyjnej kooperacji	263
Jarosław Nowicki: Dostosowanie metody skorygowanej wartości bieżącej do wyceny niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli	281
Mariusz Nyk: Efektywność wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw	294
Radosław Pastusiak: Efektywność systemów transakcyjnych zbudowanych w oparciu o analizę techniczną w świetle badań w latach 1960–2004	307
Artur Paździór: Zastosowanie modelu CAPM w warunkach kryzysu	321
Joanna Pioch: Wybrane aspekty wykorzystania macierzy A. Damodarana do analizy decyzji dywidendowych na przykładzie firm sektora chemicznego WGPW za rok 2010	331
Edward Radośniński: Przekształcanie bilansu według Ustawy o rachunkowości do postaci sprawozdania z sytuacji finansowej według taksonomii MSR (<i>IFRS Taxonomy</i>)	343
Józef Rudnicki: Impact of stock splits on trading liquidity – evidence from the New York Stock Exchange	360
Angelika Sabuhoro: Analiza porównawcza logitowych modeli prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw	371
Rafał Siedlecki: Teorie struktury kapitału a cykl życia przedsiębiorstwa	381
Wanda Skoczylas: Innowacje w raportowaniu wyników czynnikiem poprawy efektywności podejmowanych decyzji	390
Michał Soliwoda: Relacje majątkowo-kapitałowe, a rentowność i płynność finansowa spółdzielni mleczarskich	409
Artur Stefański: Zależność między wydatkami inwestycyjnymi a operacyjnymi przepływami pieniężnymi	424
Piotr Szymański: Jakie problemy napotykają eksperci przy wycenie przedsiębiorstw? Wyniki badań	435
Łucja Tomaszewicz, Joanna Trębska: Mnożnik <i>input-output</i> jako makroekonomiczny miernik efektywności inwestycji finansowych sektora przedsiębiorstw	449
Grzegorz Urbanek: Wpływ marki na wyniki przedsiębiorstwa na przykładzie wybranych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie	466
Mirosław Wypych: Struktura aktywów a złote reguły finansowania (na przykładzie spółek giełdowych)	478

Summaries

Agnieszka Bezat-Jarzębowska: A concept of technical efficiency measurement based on the integrated use of the SFA and DEA methods	24
Agnieszka Bieńkowska: Results and determinants of controlling efficiency in an enterprise	37
Marta Chudykowska: The organisation's performance measurement system – a subject and a tool for the efficiency improvement.....	48
Karolina Daszyńska-Żygadło, Jakub Marszałek: Analysis of sector determinants of debt capacity – empirical verification of LKL model.....	62
Magdalena Forfa: Individual farmers' opinions on the usefulness of cash flow statement	76
Józefa Monika Gryko, Marta Kluzek: Methodological problems of measuring the effectiveness of support instruments for companies	88
Jacek Jaworski: Nature and dynamics of changes of selected determinants of small enterprises condition under the economic crisis 2009–2010. Research results.....	102
Izabela Jonek-Kowalska: Costs rationalization as a method of efficiency improvement in an Enterprise of Coal Mines Restructuring	115
Adam Kagan: Increase of shareholder's value as a measure of the economic efficiency of agricultural enterprises.....	130
Tomasz Kijek: Measurement of enterprise's innovation capital efficiency using DEA method	140
Tomasz Kołakowski: Tourism management projects of cultural heritage objects in Lower Silesia Voivodeship – economic effects and their valuation methods.....	159
Marzena Krawczyk: Investment readiness as a determinant of enterprises innovativeness – trial of measurement	172
Iwa Kuchciak: Efficiency of investment in the form of deposits and alternative investments	189
Małgorzata Kwiedorowicz-Andrzejewska: Choice of form of taxation and financial benefits for enterprises from SME sector	201
Grzegorz Łukasiewicz: Critical analysis of effectiveness measurement models in human resource management	217
Edyta Marcinkiewicz: Influence of short sale on the transactional efficiency of capital market in terms of liquidity	230
Grzegorz Mikołajewicz: Value gap in the context of financial reporting.....	244
Anna Motylska-Kuźma: Market measures of creating value of selected companies listed on the Stock Exchange. Critical analysis.....	262
Dariusz Nowak: Evaluation and measurement of interorganizational cooperation relation	280

Jarosław Nowicki: Adjusted present value method in valuation of non-stock enterprises managed by owners.....	293
Mariusz Nyk: Efficiency of wages in the enterprise sector	306
Radosław Pastusiak: Effectiveness of transaction systems built on the technical analysis in the light of research in 1960-2004.....	320
Artur Paździor: Application of CAPM model in conditions of crisis.....	330
Joanna Pioch: The selected issues in the dividend policy decisions' matrix by A. Damodaran on the example of the WSE chemical companies' in 2010	342
Edward Radosiński: A study based on the IASB Taxonomy on structural relations between a balance sheet and a statement of financial position....	359
Józef Rudnicki: Wpływ podziału akcji na płynność obrotu – przykład Nowojorskiej Giełdy Papierów Wartościowych	370
Angelika Sabuhoro: Comparative analysis of logit models for predicting corporate financial threat	380
Rafał Siedlecki: Capital structure theories vs. the company life cycle.....	389
Wanda Skoczylas: Innovations in results reporting as a factor of decision making efficiency improvement.....	408
Michał Soliwoda: Ratios concerning assets and capital vs. profitability and financial liquidity of dairy cooperatives	423
Artur Stefański: The relationship between investment expenditures and operating cash flows.....	434
Piotr Szymański: What kind of problems do experts face in business valuation? Survey results	448
Łucja Tomaszewicz, Joanna Trębska: Input-output multiplier as a macroeconomic measure of the efficiency of enterprises sector financial investments	465
Grzegorz Urbanek: The effect of brand on company's performance on the example of selected companies listed on the Warsaw Stock Exchange	477
Mirosław Wypych: Structure of assets and the golden financing rules (on the example of the stock listed exchange companies).....	488

Wstęp

„Naród, który najekonomiczniej rozporządzi swymi bogactwami i siłami oraz zastosuje je z najlepszym współczynnikiem wydajności, podniesie swój dobrobyt i wyprzedzi znacznie inne narody”. Jakkolwiek słowa te zostały wypowiedziane przez F. Neuhausena w 1913 roku, to są one niezmiennie aktualne. Efektywność była, jest i będzie podstawowym warunkiem wzrostu dobrobytu. I nie zmienia tego fakt, że jest ona różnie rozumiana. Samo słowo efektywność pochodzi od łacińskiego słowa *effectus*, oznaczającego wykonanie, skutek. W dzisiejszych natomiast czasach wielu autorów przypisuje mu dualne znaczenie definiowane jako sprawność i skuteczność. Taki dualny sposób pojmowania efektywności zdefiniował już w 1913 roku Harrington Emerson, współtwórca naukowego zarządzania i autor słynnych dwunastu zasad wydajności. Pisał on, że „efektywność jest właściwą rzeczą robioną we właściwy sposób”¹. Pogląd ten podzielał również P.F. Drucker, który uważał, że jakkolwiek „sprawność”, czyli robienie rzeczy we właściwy sposób, jest ważnym kryterium oceny kierownika, to jednak najistotniejsza jest skuteczność, czyli robienie właściwych rzeczy. Nieodzownym warunkiem robienia właściwych rzeczy jest planowanie ukierunkowane na realizację społecznie użytecznych celów. Natomiast warunkiem sprawności w realizacji tych celów jest pomiar efektów, bez którego nie można śledzić stopnia realizacji celów, a tym samym i zarządzać organizacją. Jakkolwiek ogólnie efektywność mierzy się relacją efektów do nakładów, to już pomiar – zarówno efektów, jak i nakładów – jest niejednokrotnie sprawą skomplikowaną, niejednoznaczną, a przez to i dyskusyjną. Powszechnie stosowana miara efektów, jaką jest zysk księgowy, wzbudza coraz więcej kontrowersji – ze względu na jego memoriałowy charakter oraz zależność od szeregu konwencji i przyjętych standardów. Natomiast pomiar nakładów wykorzystujący standardy księgowe również w coraz większym stopniu ulega napierającej krytyce. Przede wszystkim w standardach księgowych w niewielkim stopniu wykazuje się te aktywa, które we współczesnym świecie coraz częściej stanowią determinujący czynnik sukcesu gospodarczego. Mowa tutaj o aktywach intelektualnych, które z jednej strony trudno jest kwantyfikować, a z drugiej – są bardzo kruche. Ma to oczywiście wpływ na ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej.

Te i inne problemy pomiaru efektywności były przedmiotem kolejnej, już piątej konferencji z cyklu „Efektywność źródłem bogactwa narodów”, która odbyła się w dniach 23-25 stycznia 2012 roku w Piechowicach. Konferencja została zorgani-

¹ J. Supernat, *Zarządzanie*, Wydawnictwo Kolonia, Wrocław 2005, s. 174.

wana jako wspólne przedsięwzięcie dwóch uczelni: Politechniki Wrocławskiej oraz Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Jej głównym wyróżnikiem było interdyscyplinarne spojrzenie na efektywność, jej istotę oraz zasady pomiaru, a niniejsza publikacja jest wynikiem prowadzonych dyskusji.

Tadeusz Dudycz, Grażyna Osbert-Pociecha, Bogumiła Brycz

Adam Kagan

Instytut Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej – PIB

POMNAŻANIE WARTOŚCI WŁAŚCICIELSKIEJ JAKO MIARA EFEKTYWNOŚCI EKONOMICZNEJ FUNKCJONOWANIA PRZEDSIĘBIORSTW ROLNYCH

Streszczenie: Pomnażanie wartości właścicielskiej jako miara efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw rolnych została skwantyfikowana za pomocą indeksu tworzenia wartości. Uwzględnienie zmiany ceny ziemi rolnej jest jedną z ważniejszych korekt prezentowanej metody. Posiadanie ziemi na własność w sposób istotny zwiększa bowiem szacowane pożytki użytkiwane przez właścicieli, z tytułu przyrostu w czasie wartości tego czynnika produkcji. Wzrost cen ziemi w sytuacji jej dzierżawy powoduje natomiast zwiększenie kosztu kapitału własnego z uwagi na przyrost wartości kapitału obcego zaangażowanego w prowadzoną działalność. Przeprowadzone badanie na próbie przedsiębiorstw wielkoobszarowych pozwalają stwierdzić, że od integracji z UE jest to zbiorowość efektywna ekonomicznie, a elementem istotnie ją kształtującym jest renta gruntowa.

Słowa kluczowe: pomnażanie wartości właścicielskiej, efektywność ekonomiczna, przedsiębiorstwo rolne, indeks tworzenia wartości.

1. Wstęp

Pomimo kryzysu finansowego, jaki nastąpił w latach 2008–2009, i jego konsekwencji oraz obecnie obserwowanych turbulencji wynikających z problemu nadmiernego zadłużenia niektórych państw pomnażanie wartości przedsiębiorstwa jako paradygmat ekonomii i zarządzania nie został podważony.

Źródłem wstrząsu na skalę światową były olbrzymie nieprawidłowości wynikające z przeszacowania aktywów przez banki prywatne i agencje ratingowe, błędy w polityce gospodarczej niektórych krajów, irracjonalny optymizm dotyczący możliwości rozwoju rynku finansowego, co po ujawnieniu nieetycznych praktyk uczestników rynku kapitałowego doprowadziło do globalnego przesilenia [Bitkowska (red.) 2010, s. 32–34].

Za źródło kryzysu po stronie przedsiębiorstw niektórzy uznają przyjęcie od końca XX wieku jako nadrzędnego celu zarządzania podmiotami (głównie korporacyjnymi) maksymalizacji korzyści dla właścicieli (akcjonariuszy). Według Martina od momentu postawienia na piedestale właścicieli – a więc od rozpoczęcia okresu

nazywanego „kapitalizmem kreowania wartości dla akcjonariuszy”, który nastąpił po zakończeniu „kapitalizmu menedżerskiego”, nie obserwowano istotnego zwiększenia dla nich korzyści. Pobudzanie przez menedżerów optymistycznych oczekiwań rynku co do przyszłych wyników finansowych przekładało się na wzrost wartości wyceny akcji kierowanych przez nich firm w krótkim okresie. Było to jednak często jedynie instrumentem poprawy postrzegania skuteczności menedżerów w zakresie zarządzania, a tym samym ich wynagradzania [Martin 2010, s. 45–46].

Działania spekulacyjne oferentów podczas sesji giełdowych, zróżnicowany stopień rozproszenia akcjonariatu, kreowanie wizerunku danej organizacji (komentarze eksperckie, doniesienia medialne), a zwłaszcza niedostateczna ilość informacji (asymetria informacji) płynąca z rynku na temat danej firmy, branży czy też przyszłej kondycji gospodarki krajowej i światowej doprowadziły do znacznych różnic pomiędzy wartością rzeczywistą a rynkową firm [Surmacz 2011, s. 178–179].

Chaos informacyjny, złożoność tworzonych mechanizmów i produktów finansowych, nierzetelność prowadzenia rachunkowości z punktu widzenia zgodności zapisu z prawdą ekonomiczną były czynnikami negatywnie wpływającymi na nadzór właścicielski. Same rady nadzorcze nie spełniły jednak dostatecznie funkcji kontrolnej, do jakiej zostały powołane, w wyniku braku odpowiedniego przygotowania, oportunistycznego członków, powiązania biznesu ze światem polityki [Mączyńska 2010, s. 211–215].

Przedsiębiorstwa prowadziły więc działania mające na celu optymalizację krótkoterminowych wyników finansowych kosztem działań decydujących o długoterminowym sukcesie [Kramer, Porter 2011, s. 42]. Krótkowzroczność jest plagą, która na Zachodzie dotknęła nie tylko przedsiębiorstwa, ale również innych uczestników rynku, tj. państwo, czego przejawem jest działanie instytucji demokratycznych pod presją terminów wyborów, dostawców kapitału w wyniku orientacji ich na szybki zwrot z inwestycji, gospodarstwa domowe z ich dążeniem do natychmiastowego zaspokajania własnych potrzeb bez uwzględniania tego skutków w przyszłości [Barton 2011, s. 45].

Konsekwencją tych zjawisk jest rewizja oczekiwań dotyczących koncepcji: funkcjonowania, regulowania i oceny obecnego systemu gospodarczego, natomiast na poziomie mikroekonomicznym – rewizja zmiany podejścia do sposobu ustalania zdolności przedsiębiorstwa do pomnażania jego wartości.

Według Martina nadszedł obecnie okres określany „kapitalizmem klienta”, w którym zarządy muszą dążyć do maksymalizacji satysfakcji klientów, przy jednoczesnym zapewnieniu odpowiedniego wynagrodzenia dla właścicieli tytułem wniesionego przez nich kapitału. Motyw zysku w działaniu przedsiębiorstw nie zniknie, ale nowa filozofia: „klient najpierw, a akcjonariusze w drugiej kolejności”, sprawi, że satysfakcja tych pierwszych zapewni długoterminowe korzyści dla drugich [Martin 2010, s. 45–48].

Realizowana zasada „służyć interesariuszom wzbogacając akcjonariuszy” pozwala w długim okresie generować istotne wartości dla przedsiębiorstwa. Warunkuje to jednak przejście od kapitalizmu „kwartalnego” do długoterminowego jako podstawy walki z „tyranią krótkoterminizmu”. Zmiany należy zacząć od dostarcza-

jących kapitał. Kolejnym wyzwaniem jest wzmocnienie nadzoru korporacyjnego, systemu nagradzania menedżerów oraz podejmowanie szerokich działań dla budowy publicznego zaufania do biznesu [Barton 2011, s. 46–47]. Firmy muszą przejąć przywództwo w łączeniu biznesu ze społeczeństwem, opierając swoje istnienie na wspólnych wartościach. Ekonomiczny sukces przedsiębiorstw warunkowany jest dostarczaniem ważnych aktywów publicznych, co prowadzi do dynamicznego rozwoju społeczeństwa. Nasycenie kapitalizmu celami społecznymi, ukierunkowane na kreowanie wspólnej wartości, stanowi kolejny etap ewolucji kapitalizmu [Kramer, Porter 2011, s. 43–47].

Obecna dyskusja dotyczy zatem zdefiniowania i rozpoznania czynników decydujących o potencjale tworzenia wartości przedsiębiorstwa, występujących pomiędzy nimi zależności oraz sposobów ich wykorzystania w zarządzaniu. Prezentowane jest więc nowe podejście do nośników kreowania wartości, w ramach którego eksponowana jest potrzeba samoograniczenia krótkoterminowego zysku na rzecz przyszłych korzyści dla właścicieli [Godziszewski i in. 2011, s. 128–130]. Samo dążenie przedsiębiorstwa do osiągania zysku i pomnażania jego wartości rynkowej (maksymalizacji wartości w długim okresie czasu) nie jest natomiast kontestowana.

Celem artykułu nie jest jednak wskazanie przyczyn kryzysu, czy też analiza nośników-czynników determinujących pomnażanie wartości właścicielskiej, ale zaprezentowanie metody jego pomiaru dostosowanej do grupy przedsiębiorstw zajmujących się produkcją rolną.

2. Przedsiębiorstwo rolne i jego efektywność

Pojęcie „przedsiębiorstwo rolne” wprawdzie nie zostało zdefiniowane w polskim prawie, stanowi jednak swoisty koncept ekonomiczny. Pozwala ono wyłączyć pod względem funkcji celu w miarę jednorodną grupę obiektów z populacji gospodarstw rolnych. Stosowanym kryterium podziału jest rynkowa orientacja podmiotu, a więc oddzielenie na poziomie danej jednostki funkcji gospodarstwa rolnego od potrzeb żywnościowych gospodarstwa domowego jego właściciela [Ziętara 2008, s. 597–599].

Pod względem formy organizacji przedsiębiorstw rolnych wśród analizowanej zbiorowości w Polsce przeważają podmioty o charakterze niekorporacyjnym, a wśród nich dominują mikroprzedsiębiorstwa, tj. jednostki zatrudniające poniżej dziewięciu osób, w tym część opierające zapotrzebowanie na pracę jedynie na własnych zasobach (zasoby gospodarstwa domowego właściciela). Właściciele przedsiębiorstw rolnych (podobnie jak jednostki innych branż) dążą jednak w swoim działaniu do zwiększenia stanu posiadania. Cel ten może być realizowany poprzez przyrost wartości majątku przedsiębiorstwa oraz udział właścicieli w uzyskanym zysku [Rappaport 1999, s. 15].

Za miarę efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw rolnych można więc przyjąć stopień pomnażania wartości właścicielskiej, gdyż decyduje on o konkurencyj-

ności i kierunku rozwoju danej organizacji. W podmiotach, w których nie następuje skuteczna realizacja tego celu, podobnie jak w jednostkach innych branż poszukiwana jest wyższa użyteczność w długim okresie z posiadanego kapitału (ludzkiego, rzeczowego, pieniężnego, intelektualnego, społecznego, przyrodniczego), poza danym przedsiębiorstwem [Noga 2008, s. 212–213]. Z uwagi na specyfikę działalności rolniczej utrata wartości właścicielskiej nawet w długoterminowej perspektywie niekoniecznie musi prowadzić do likwidacji przedsiębiorstwa, ale powoduje znaczne ograniczenie jego aktywności rynkowej [Józwiak, Kagan 2008, s. 23–25].

Analizę efektywności funkcjonowania przedsiębiorstw rolnych sporządzono z wykorzystaniem materiału empirycznego uzyskanego z wieloletnich badań ankietowych prowadzonych w IERiGŻ-PiB na próbie reprezentującej populację niespółdzielczych przedsiębiorstw rolnych prowadzących działalność produkcyjną na powierzchni przekraczającej 100 ha użytków rolnych. Próba ta była zmienna w czasie i liczyła od 154 obiektów w 2004 r. do 147 przedsiębiorstw rolnych w 2009 r. Zawężając zbiór jednostek znajdujących się w centrum obserwacji do wielkoobszarowych przedsiębiorstw, pominięto gospodarstwa, w stosunku do których istniałaby wątpliwość wynikająca z uznania ich za przedsiębiorstwa (problem wyznaczenia granicy skali działalności). Cechą wspólną tak określonej zbiorowości generalnej jest również pochodzenie posiadanych przez nie podstawowych czynników produkcyjnych (ziemi i budynków). Przedsiębiorstwa wielkoobszarowe powstały lub w znacznym stopniu powiększyły stan posiadania podstawowych czynników produkcji w oparciu o majątek należący do Zasobu Skarbu Państwa. Jest to więc zbiorowość, która ze względu na fazę rozwoju znajduje się pomiędzy wzrostem i dojrzałością, co pozwala stosować do oceny ich funkcjonowania jednorodne kryterium pomiaru efektywności [Polaczek 2007, s. 127–128]. Wyeliminowanie przedsiębiorstw spółdzielczych miało natomiast na celu oczyszczenie zbiorowości z jednostek kierujących się odmienną funkcją celu. W rolniczych spółdzielniach produkcyjnych pomnażanie wartości właścicielskiej jest realizowane głównie poprzez wynagrodzenie zatrudnionych w nich członków i wymaga odmiennego podejścia metodologicznego.

3. Metodyka badań

Pomiar kreowania wartości właścicielskiej został dokonany za pomocą indeksu tworzenia wartości (*Value Creation Index* – VCI), który jako wskaźnik służy do ustalenia efektywności, ale zarazem pozwala stwierdzić stopień realizacji głównego biznesowego celu, dla którego funkcjonują przedsiębiorstwa rolne, i tym samym ocenić jego skuteczność [Nowosielski 2008, s. 40].

W prowadzonym badaniu wartość VCI obliczono jako iloraz wskaźnika skorygowanej rentowności kapitału własnego (ROE) z oszacowanym jego kosztem (K_e). Koszt kapitału własnego jest odzwierciedleniem oczekiwanej stopy zwrotu możliwej do uzyskania w wyniku inwestycji w bezpieczne aktywa finansowe oraz ponoszonego przez właścicieli ryzyka. Indeks two-

rzenia wartości, przekraczając jeden (zrównanie skorygowanej rentowności i kosztu kapitału własnego), stanowi punkt odniesienia informujący zarówno o efektywności, jak i skuteczności badanych podmiotów. W odróżnieniu od zysku rezydualnego, którego jest on pochodną, umożliwia bezpośrednie porównanie stopnia pomnażania wartości właścicielskiej w przedsiębiorstwach o różnym potencjale gospodarczym lub tych samych podmiotów w odmiennych latach i warunkach funkcjonowania. Wyrazem zmienności warunków prowadzenia działalności – poziomu ryzyka jest zróżnicowany koszt kapitału własnego [Pomykalska, Pomykalski 2007, s. 159].

Tradycyjne wskaźniki wykorzystywane do oceny efektywności ekonomicznej – rentowność kapitału własnego (ROE) i rentowność aktywów (ROA) – mają niewątpliwą zaletę, która polega na powszechności ich stosowania, łatwości zrozumienia i analizy. Indeks VCI pozwala jednak uwzględnić w rachunku kategorie o charakterze niefinansowym, które mają wpływ na sytuację ekonomiczną badanego przedsiębiorstwa [Gołębiowski, Szczepankowski 2007, s. 20–25].

Podstawowym zarzutem formułowanym w stosunku do klasycznych wskaźników efektywności jest traktowanie kapitału własnego jako darmowego dobra. W analizach przedsiębiorstw najczęściej rozważany jest jego udział w strukturze finansowania majątku, po to aby ocenić z punktu widzenia kredytodawców bezpieczeństwo zwrotu zobowiązań lub z punktu widzenia właścicieli (potencjalnych inwestorów) prawdopodobieństwo utraty zainwestowanego kapitału [Sierpińska, Jachna 2004, s. 73–76]. Przyjęcie pewnych progowych wartości dotyczących udziału środków własnych w finansowaniu majątku nie pozwala jednak odpowiedzieć na pytanie, jaki jest zysk z działalności gospodarczej niezależnie od struktury własnościowej kapitału w danym przedsiębiorstwie rolnym [Helfert 2004, s. 502–504].

W celu ustalenia indeksu tworzenia wartości i wyeliminowania zniekształceń pozycji księgowych powodowanych przez tradycyjną rachunkowość dokonano kilku korekt. Pierwsza z nich polegała na pominięciu zysku/strat ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych jako pozycji rachunkowych odzwierciedlających niepowtarzalne zdarzenia gospodarcze. Przykładem poważnych zakłóceń w prawidłowej ocenie możliwości pomnażania wartości właścicielskiej w analizowanej zbiorowości jest np. sprzedaż ziemi własnej. Nie informuje o trwałym potencjale zarobkowania przedsiębiorstwa, ale powoduje w sposób jednorazowy zwiększenie zysku finansowego. W niektórych gospodarstwach (zwłaszcza o charakterze spółdzielczym) transakcje zbycia ziemi mogą mieć charakter permanentny, jednak powodują one ograniczenie potencjału produkcyjnego. Traktowane jest to więc jako oznaka problemów strukturalnych danej jednostki i zbliżającego się schyłku jej działalności lub prowadzonych intensywnych procesów restrukturyzacyjnych mających na celu ratowania jej egzystencji.

Druga korekta dotyczy waloryzacji i sposobu ustalania realnej wartości posiadanych aktywów przez przedsiębiorstwa rolne. W odróżnieniu od jednostek publicznych, dla których wartość rynkowa może być określona na podstawie notowań gieł-

dowych, w badanych przedsiębiorstwach rolnych dysponowano jedynie wartością księgową majątku bilansowego. Przyjęto więc założenie, że odpisy amortyzacyjne odpowiadają faktycznemu poziomowi zużycia fizycznego i moralnego aktywów trwałych oraz że zmiana wartości odtworzeniowej majątku w czasie odpowiada zmianie siły nabywczej pieniądza w czasie (inflacji). Jest ona zjawiskiem obserwowanym w całej gospodarce, a więc neutralnym z punktu widzenia efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw.

Wyjątek stanowi ziemia rolna, która nie podlega amortyzacji i w sytuacji posiadania na własność cała jej wartość jest składnikiem aktywów bilansowych. Specyfika ziemi rolnej jako zasobu produkcyjnego polega nie tylko na nieprzemieszczalności i ograniczonej podaży (powierzchnia kontynentu jest stała), ale wynika z przyrodniczego i antropogenicznego jej charakteru. W prawidłowym procesie użytkowania nie traci ona swoich możliwości produkcyjnych, a nawet zachowanie jej potencjału warunkowane jest prowadzeniem działalności rolniczej, tj. użytkowaniem. Jej wartość produkcyjna rozumiana jako potencjalna zdolność do uzyskiwania określonego plonu roślin może się poprawiać dzięki prawidłowemu nawożeniu, zabiegom agrotechnicznym, zmianowaniu roślin itp. [Woś 2006, s. 12–14]. W przeprowadzonym badaniu ograniczono się jedynie do jej wyceny rynkowej.

W populacji przedsiębiorstw rolnych stosuje się powszechnie praktykę ujmowania ziemi własnej w bilansie finansowym według wartości, po jakiej została ona zakupiona lub przedstawiona jako zabezpieczenie dla nabycia pozostałych składników majątkowych. Nie uwzględnia się więc zmian wynikających z odmiennej jej wyceny w czasie nawet w perspektywie wieloletniej, gdyż wymagałoby to poniesienia dodatkowych kosztów związanych z aktualizacją jej wartości, np. rzeczoznawcy. Poza czynnościami związanymi z kupnem, sprzedażą i dzierżawą ziemi, pewnymi zmianami własnościowymi dokonującymi się w jednostce (np. podział przedsiębiorstwa), nie jest stosowana formalna korekta wartości tego środka produkcji. Nie jest więc uwzględniana zmiana jego wartości w rachunku zysku i strat. Obserwowany wzrost cen ziemi rolnej ma jednak znaczenie z punktu widzenia pomnażania wartości, gdyż decyduje o wysokości należnej właścicielowi renty majątkowej – gruntowej, będąc wynikiem przenoszenia dochodu w czasie [Woś 2006, s. 15]. Często aspekt renty gruntowej jest jednak pomijany w systemie zarządzania przedsiębiorstwem i postrzegania (w ocenie) jego wyników przez uczestników rynku.

W prowadzonym badaniu wprowadzono więc korektę i po stronie przychodów uwzględniono ekonomiczną rentę majątkową – zysk ekonomiczny o charakterze inwestycyjnym, jaki gospodarstwa uzyskały dzięki posiadaniu na własność ziemi rolnej. Zdefiniowano wskaźnik korygujący rentowność kapitału własnego R_z jako rentę ekonomiczną będącą efektem przeszacowania wartości tego aktywów:

$$R_z = (C_t / \text{ha} - C_{t-1} / \text{ha}) \times \frac{URJ}{E}, \quad (1)$$

gdzie: R_z – wskaźnik korygujący rentowność kapitału własnego – ekonomiczna renta gruntowa (majątkowa) przypadająca na jednostkę kapitału własnego; C/ha – przeciętna cena transakcyjna hektara użytku rolnego w badanym roku; C_{t-1}/ha – przeciętna cena transakcyjna hektara użytku rolnego w roku poprzednim; URJ – obszar użytków rolnych będących własnością i -tego przedsiębiorstwa rolnego po uwzględnieniu ich jakości; E^i – wartość bilansowa kapitału własnego w jednostce i .

Wyceny bieżącej wartości ziemi dokonano, wykorzystując ceny transakcyjne sprzedaży ziemi z Zasobu Skarbu Państwa, przy uwzględnieniu jej jakości w postaci klasy bonitacji, jakie uzyskała Agencja Rynku Rolnego (ANR) w województwie, na którego terenie położone było dane przedsiębiorstwo. Uwzględniono jedynie różnicę wynikającą ze zmiany wartości tej części ziemi, która została nabyta co najmniej w dwuletnim okresie poprzedzającym moment, dla którego był sporządzany rachunek zysków i strat. Przyjęcie transakcji sprzedaży dokonywanych przez ANR wynikało ze specyfiki rynku tego czynnika produkcji w Polsce. Ponadto głównym źródłem ziemi nie tylko dzierżawionej, ale i własnej dla analizowanej populacji był Zasób Skarbu Państwa.

Przedsiębiorstwa rolne w prowadzonej działalności wykorzystują nie tylko ziemię będącą ich własnością, ale również jako posiadacze zależni (dzierżawioną). Dzierżawa ziemi w badanej zbiorowości jest przeważającą formą jej władania m.in. z uwagi na ograniczenia prawne dotyczące powierzchni ziemi rolnej możliwej do nabycia z Zasobu Skarbu Państwa. Traktując dzierżawę jako specyficzny rodzaj leasingu operacyjnego, w celu ustalenia wartości majątku posiadanego powiększono kwotę kapitału zainwestowanego bilansowego o wartość dzierżaw. Pozwala to w rachunku finansowym uwzględnić dźwignię wynikającą z posiłkowania się obcym kapitałem i ryzyko przy szacowaniu kosztu kapitału własnego [Brycz, Dudycz 2007, s. 27–28]. Wartość kapitału posiadanego (użytkowanego) w danym przedsiębiorstwie obejmuje więc wartość ziemi dzierżawionej ustalonej według jej wartości bieżącej na dany okres oraz budynków i budowli.

Obliczając skorygowaną rentowność kapitału własnego, pozostałe pozycje, takie jak: przychody finansowe, koszty finansowe, zyski i straty nadzwyczajne, podatek dochodowy i pozostałe obowiązkowe zmniejszenie zysku, ujęto zgodnie z informacją zawartą w sprawozdaniu finansowym. Uznano, że specyfika badanej zbiorowości powoduje, iż potencjalne korzyści z korekt będą mniejsze, gdyż spowodują większe zniekształcenia niż zakłócenia wynikające z przyjęcia ich wartości zgodnie z ustawą o rachunkowości [Bartoszewski, Pniewski 2008, s. 74–75].

Składnikiem indeksu tworzenia wartości jest koszt kapitału własnego traktowany jako nakład poniesiony przez właściciela przedsiębiorstwa rolnego. Ustalenie jego wysokości charakteryzuje się znacznym poziomem subiektywizmu z uwagi na uwzględniany poziom ryzyka, jego wartościowanie i sposób kwantyfikowania [Szczepankowski 2007, s. 86–87].

W prowadzonym badaniach przedsiębiorstw rolnych koszt kapitału własnego szacowano z wykorzystaniem modelu wyceny aktywów kapitałowych CAPM – Capital Asset Pricing Model:

$$K_e = R_f(1-T) + \beta(R_m - R_{rea}), \quad (2)$$

gdzie: K_e – koszt kapitału własnego; R_f – stopa zwrotu wolna od ryzyka, tj. rentowność państwowych obligacji dwuletnich; T – stopa podatku dochodowego od dochodów kapitałowych; Inf – wskaźnik inflacji; $R_{rea} = (R_f - Inf)$ – stopa realna, premia z tytułu inwestycji kapitałowej; R_m – stopa zwrotu z jednostki kapitału zainwestowanego w przedsiębiorstwach prowadzących działalność gospodarczą w kraju (gospodarki narodowej), pełniąca rolę stopy rynkowej; β – współczynnik korygujący różnicę pomiędzy rentownością kapitału w przedsiębiorstwach gospodarki narodowej i badaną zbiorowością przedsiębiorstw rolnych.

Za walory pozbawione ryzyka rynkowego (premię za ryzyko niedywersyfikowalne) przyjęto obligacje dwuletnie Skarbu Państwa, których rentowność jest ustalana na podstawie poziomu wskaźnika inflacji (Inf). Zaletą tego papieru wartościowego jest ponadto bezpośrednia dostępność dla przedsiębiorców rolnych, jako potencjalnego kierunku inwestycji kapitałowej. Dwuletnie obligacje umożliwiają ustalenie minimalnej (bezpiecznej) premii z tytułu inwestycji na poziomie realnym (R_{rea}), a więc po uwzględnieniu inflacji. Dodatkowo skorygowane o podatek od dochodów finansowych, tzw. podatek Belki, informują o możliwej do uzyskania premii z tytułu odłożenia konsumpcji lub inwestycji poza okres zaangażowania środków w obligacje. W ich przypadku (w odróżnieniu od pozostałych obligacji długoterminowych) spełniony jest również warunek dotyczący braku wrażliwości stopy zwrotu na kształtowanie się sytuacji rynkowej (beta jest bliska zeru) w okresie od momentu ich zakupu do oznaczonego terminu wykupu. Nabywca obligacji dwuletnich w momencie kupna zna rentowność obligacji, która jest stała niezależnie od kształtowania się po tym okresie poziomu inflacji czy też potrzeb i możliwości sfinansowania długu publicznego przez państwo. Jedynym zagrożeniem jest niewypłacalność eminentna, a więc ryzyko bankructwa państwa, co w odniesieniu do Polski jest obecnie zjawiskiem niewyobrażalnym.

W ustaleniu premii za ryzyko niesystematyczne – specyficzne dla danego przedsiębiorstwa – problemem jest znalezienie punktu odniesienia, który pozwoliłby określić poziom zwrotu z działalności obciążonej podobnym stopniem ryzyka. W metodzie CAPM najczęściej wykorzystywane są indeksy giełdowe, co w przypadku przedsiębiorstw rolnych, które nie są spółkami publicznymi (notowanymi na giełdzie), stanowi poważne utrudnienie. Wyzwaniem jest bowiem ustalenie współczynnika zależności pomiędzy historyczną stopą zwrotu uzyskaną z kapitału własnego zastosowanego w danej jednostce a notowaniami giełdowymi akcji [Nargiełło 2009, s. 86–87; Franc 2003, s. 82–83]. Poważnym ograniczeniem do wykorzystania modelu CAPM jest również

warunek stabilności rynków i wybór okresu odniesienia (okresu pomiaru zmian cen akcji). Obserwowane obecnie zakłócenia notowań giełdowych w sposób istotny zaburzą pomiar, a zarazem sprawiają, że rynek akcji nie spełnia podstawowych warunków do porównań [Tang, Shum 2008, s. 106 i 110].

Za portfel efektywny, a jednocześnie pozbawiony wspomnianych obciążeń przyjęto wyniki finansowe uzyskane w przedsiębiorstwach gospodarki narodowej. Jako wskaźnik odniesienia przyjęto rentowność aktywów uzyskaną ogółem w przedsiębiorstwach prowadzących księgi rachunkowe lub podatkowe księgi przychodów i rozchodów, zobligowane prawem do sporządzania i przesyłania na ich podstawie sprawozdań do urzędów statystycznych [Cwynar, Cwynar 2007, s. 98–99].

Współczynnik β (beta aktywów) szacowano jako współczynnik kierunkowy linii regresji nadwyżkowej stopy przychodu dla badanych przedsiębiorstw rolnych ($R_j - R_{rea}$), względem nadwyżki z portfela rynkowego ($R_m - R_{rea}$). Informuje ona o zależności zmiany rentowności majątku badanej zbiorowości w stosunku do portfela odniesienia [Maćkowiak 2009, s. 45].

Konsekwencją założeń co do zmian wartości w czasie badanych obiektów było uwzględnienie w kalkulacji, w ramach premii za ryzyko rynkowe, zamiast rentowności obligacji tylko jej składowej, tj. realnej stopy zwrotu. Ustalając współczynnik β , należy przypomnieć o założeniu, że z wyjątkiem ziemi rolnej wartość pozostałych składników majątku zarówno w przedsiębiorstwach rolnych, jak i przedsiębiorstwach gospodarki narodowej przyrasta w takim samym stopniu, tj. na poziomie inflacji.

Przy obliczaniu współczynnika kierunkowego uwzględniono specyfikę systemu opodatkowania działalności rolniczej i pozarolniczej w kraju. W badanych przedsiębiorstwach dominowała produkcja rolnicza, dla której taksa jest ustalana na zasadzie ryczałtu w zależności od jakości ziemi i położenia gospodarstwa, natomiast w jednostkach prowadzących wybrane kierunki produkcji (tzw. działy specjalne) – od standardowo ustalonego dochodu z działalności. Podatek rolny jest więc składnikiem kosztów operacyjnych, a jego wysokość jest naliczana niezależnie od wysokości wyniku finansowego. W przedsiębiorstwach gospodarki narodowej realne obciążenie zysku podatkiem dochodowym jest zróżnicowane, a wskaźnik rentowności kapitału R_m dla tych jednostek uwzględnia należności podatkowe przy realnym obciążeniu wyniku finansowego 19% stawką podatku dochodowego.

Ustalony współczynnik β zachowuje swoje właściwości analityczne dla określonej i stwierdzonej w grupie struktury kapitałowej (przy danym udziale kapitału własnego). Uwzględnienie indywidualnej ekspozycji na ryzyko finansowe wymagało dokonania korekty polegającej na delewarowaniu współczynnika β [Damodaran 2007, s. 338–389]:

$$\text{Zdelewarowane } \beta'' = \beta' / (1 + \frac{D}{E}) \quad (3)$$

gdzie: *Zdelewarowane* β^* – beta po skorygowaniu o wpływ struktury kapitału; D – wartość kapitału obcego średnio w badanej zbiorowości; E – wartość kapitału własnego średnio w badanej zbiorowości; pozostałe jak we wzorze nr 2.

Następnie relewarowano beta przy wykorzystaniu właściwej struktury kapitałów dla konkretnego przedsiębiorstwa, tym samym uwzględniając jego indywidualne ryzyko finansowe [Hawawini, Viallet 2007, s. 381–383]:

$$\text{Właściwe } \beta = \text{Zdelewarowane } \beta^* \left(1 + \frac{D}{E_i}\right) \quad (4)$$

gdzie: *Właściwe* β (kapitału własnego danego przedsiębiorstwa) – wartość beta dla i -tej jednostki po uwzględnieniu jej struktury kapitału; D_i – wartość kapitału obcego w przedsiębiorstwie i ; E_i – wartość kapitału własnego w przedsiębiorstwie i ; pozostałe jak we wzorze nr 3.

W prowadzonych badaniach, przy uwzględnieniu kosztu kapitału własnego, wzięto więc pod uwagę ryzyko specyficzne – finansowe wynikające z poziomu finansowania działalności kapitałem obcym w danej jednostce. Kwestią dyskusyjną pozostaje kategoria długu, która powinna być zastosowana w liczniku wskaźnika zadłużenia kapitału własnego (D/E). W niektórych opracowaniach uwzględnia się jedynie długoterminowe zobowiązania o charakterze odsetkowym [Cwynar 2010, s. 140–141]. W prezentowanej metodzie uwzględniono nie tylko wspomnianą wartość majątku dzierzawionego (pozabilansowego), ale również zobowiązania bilansowe o charakterze krótkoterminowym. Zobowiązania krótkoterminowe albo są nieobciążone kosztem (np. zobowiązania wynikające ze stosunku pracy, podatkowe), albo jest on uwzględniony w cenach nabywanych dóbr (kredyt kupiecki). Jednak z uwagi na termin zapadalności i warunki spłaty niosą one znacznie wyższe ryzyko jako źródło finansowania działalności niż kredyty terminowe.

4. Wyniki badań

Analizę empiryczną ograniczono jedynie do roku integracji z UE i kolejnych lat ze względu na istotne oddziaływanie tego procesu na parametry służące do ustalenia kosztu kapitału własnego. Na podstawie danych z lat 2004–2009 wyznaczono współczynnik β^* (beta aktywów), którego wartość dla przedsiębiorstw rolnych wyniosła 1,485. Świadczy to o tym, że dla przedsiębiorstw rolnych oczekiwana była wyższa stopa zwrotu z jednostki posiadanego kapitału niż rentowność aktywów w przedsiębiorstwach gospodarki narodowej. Działalność rolnicza odznaczała się więc większą zmiennością wyników finansowych w stosunku do pozostałych branż. Zdecydowały o tym wyniki z lat 2004–2007, kiedy to przedsiębiorstwa rolnicze uzyskały wyższą rentowność posiadanego majątku (tab. 1). Pogorszenie wyników finansowych w latach 2008–2009 dotknęło wszystkie przedsiębiorstwa gospodarki narodowej, w większym

stopniu jednak branżę rolniczą. Poziom wskaźnika R_j (skorygowanego ROIC) dla przedsiębiorstw rolnych zbliżył się do R_m (skorygowane ROA dla przedsiębiorstw gospodarki narodowej). Z uwagi na cykliczność produkcji rolniczej i warunków sprzedaży, w latach 2010–2011 oczekiwana jest znaczna poprawa wyników finansowych przedsiębiorstw rolnych, a więc powrót do sytuacji sprzed 2008 r. Przewidywana jest znacznie wyższa rentowność finansowa przedsiębiorstw rolnych w stosunku do łącznych wyników pozostałych branż.

Tabela 1. Parametry służące do ustalenia kosztu kapitału własnego

Lata	R_m (ROA)	R_j (skor. ROIC)	Inf (inflacja)	R_f (rent. obligacji)	D/E	β'' zdelewarowane
2009	4,9	5,0	3,5	5,1	2,2	0,51
2008	4,1	4,0	4,2	5,9	2,1	0,48
2007	6,4	9,4	2,5	4,3	1,6	0,57
2006	5,6	6,6	1,0	4,1	1,6	0,59
2005	4,9	7,1	2,1	4,8	1,7	0,56
2004	6,0	11,3	3,5	6,5	2,0	0,53

Źródło: opracowanie własne na podstawie [www.mf.gov.pl/; Walkowska (red.) 2010, s. 138].

W latach 2004–2006 obserwowano spadek inflacji, jednak począwszy od 2007 r. nastąpiło odwrócenie trendu tego zjawiska. Towarzyszyła temu poprawa rentowności dwuletnich obligacji Skarbu Państwa w ujęciu nominalnym, natomiast tempo przyrostu ich oprocentowania było niższe w stosunku do inflacji, a to oznaczało spadek rentowności tych walorów finansowych w ujęciu realnym ($R_f - Inf$).

Następowały również zmiany struktury kapitału posiadanego w analizowanej zbiorowości przedsiębiorstw rolnych, co miało wpływ na poziom zdelewarowanego β'' . Relacja posiadanego kapitału obcego (bilansowego łącznie z pozabilansowym) w stosunku do kapitału własnego po okresowym zawężeniu do 1,6 w latach 2005–2007, od 2008 r. istotnie wzrosła, przekraczając wartość 2. Wiązało się to zarówno ze wzrostem wartości dzierżawionej ziemi (wykres 1), jak i poziomem zadłużenia bilansowego.

Zmiany powyższych parametrów bezpośrednio rzutowały na oszacowany koszt kapitału własnego (tab. 2). Jego wysokość osiągnęła najniższy poziom w latach 2005–2006, a najwyższy w latach 2007–2008 i 2004. Uzyskana stopa zwrotu przypadająca na jednostkę kapitału własnego przekroczyła jego koszt w latach 2004–2006. Wartość wskaźnika VCI (bez uwzględnienia R_j) zanotowanego przez przedsiębiorstwa rolne w tym okresie znacznie przekroczyła 1, a w 2007 r. była na poziomie prognozy skuteczności i efektywności. Oznacza to, że przedsiębiorstwa rolne jako zbiorowość w okresie tym były w stanie pomnażać wartość właścicielską bez uwzględnienia premii z tytułu wzrostu wartości majątku (renty gruntowej).

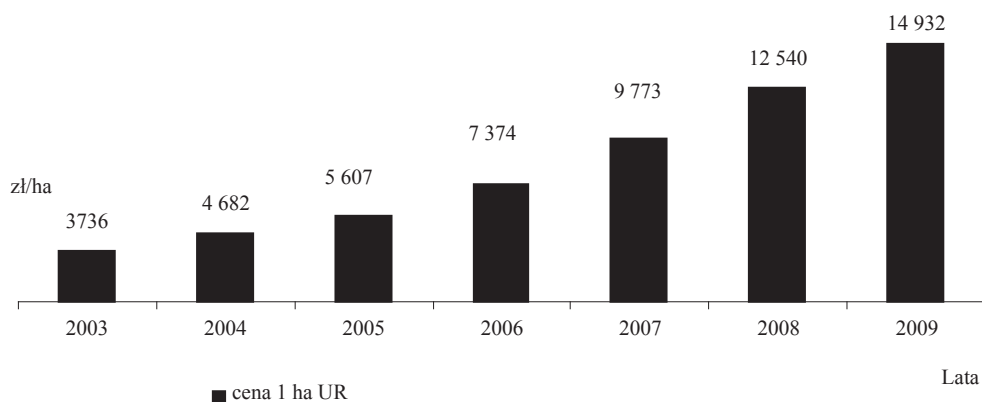
Tabela 2. Wyniki ekonomiczne przedsiębiorstw rolnych w latach 2004–2009 (średnia ważona)

Lata	β właściwe	K_e (koszt kap. wł.)	ROE (skorygowane)	VCI ^{a)}	R_z (rent. grunt.)	VCI ^{b)}
2009	1,49	11,4	8,0	0,7	9,2	1,5
2008	1,55	10,1	5,8	0,6	11,9	1,8
2007	1,49	13,7	13,3	1,0	9,5	1,7
2006	1,44	8,6	9,4	1,1	6,3	1,8
2005	1,44	8,5	10,7	1,3	8,0	2,2
2004	1,39	11,4	17,2	1,5	5,0	1,9

^{a)} VCI nie uwzględnia renty gruntowej R_z , ^{b)} VCI uwzględnia rentę gruntową R_z

Źródło: opracowanie własne.

Indeks tworzenia wartości po uwzględnieniu zmiany wyceny ziemi własnej wskazuje na wysoką atrakcyjność działalności rolniczej jako miejsca inwestycji kapitału własnego. Ceny ziemi rolnej od podpisania traktatu akcesyjnego Polski do UE (16 maja 2003 r.) wzrastały m.in. pod wpływem oczekiwanego, a następnie wprowadzonego systemu płatności bezpośrednich (rys. 1). Zaproponowane i wprowadzone rozwiązania preferują właścicieli ziemi rolnej, gdyż dopłaty są uzależnione od powierzchni posiadanych użytków rolnych. Wzrost wysokości dopłat i poprawa koniunktury rynkowej na część produktów roślinnych spowodowały zwiększenie cen transakcyjnych uzyskiwanych przez ANR.



Rys. 1. Przeciętna cena sprzedaży 1 ha użytków rolnych z Zasobu Skarbu Państwa w latach 2003–2009

Źródło: [Ciodyk, Zagórski 2010, s. 26].

W latach 2004–2009 renta gruntowa, jaka przypadała na badaną grupę gospodarstw rolnych, była dodatnia, a w latach 2008–2009 jej wysokość, czyli korzyści majątkowe, przekroczyła poziom ROE, czyli korzyści finansowe.

Należy jednak zaznaczyć, że sytuacja przedsiębiorstw rolnych w obrębie populacji nie jest jednakowa. Wynika ona nie tyle ze zróżnicowania w posiadanej ilości ziemi rolnej (skali produkcji), co z formy jej władania. Właściciele przedsiębiorstw w przeważającej części dzierżawiących ziemię uzyskują pozytywne efekty dźwigni finansowej, co pozwala im uzyskać wyższą rentowność kapitału własnego. Wzrost cen ziemi powoduje jednak zwiększenie wartości właścicielskiej jedynie dla jej posiadaczy samoistnych. Dzierżawcom (właścicielom zależnym) generuje natomiast wzrost kosztu kapitału własnego, wynikający ze zmiany poziomu ryzyka o charakterze ekonomicznym i politycznym. Pierwsze ryzyko wynika z oczekiwanego zwiększenia obciążeń przedsiębiorstw w przyszłości na skutek wzrostu czynszu dzierżawnego. Umowy dzierżawy mają charakter wieloletni, najczęściej dziesięcioletni, tak więc przy jej odnawianiu istnieje duże prawdopodobieństwo wzrostu kosztu jej wynajmu. Odłożenie w czasie nabycia ziemi na własność oznaczać będzie z kolei wydatkowanie większych środków finansowych w momencie realizacji transakcji kupna. Drugie ryzyko połączone jest z państwową własnością ziemi należącej do Zasobu Skarbu Państwa i wywieraniem presji przez inne potencjalne grupy gospodarstw rolnych na zmianę jej rozdysponowania.

5. Podsumowanie i wnioski

Pomnażanie wartości właścicielskiej jako główny cel biznesowy funkcjonowania przedsiębiorstw nie jest podważany, a tocząca się obecnie dyskusja dotyczy warunków pozwalających realizować go w długim okresie. Funkcję miary efektywności ekonomicznej spełniać może indeks tworzenia wartości, który pozwala uwzględnić specyfikę branży. Wymaga to ustalenia, a następnie skwantyfikowania uzyskiwanych korzyści ekonomicznych przez właścicieli z tytułu posiadania przedsiębiorstw.

Zaproponowana metoda obliczania indeksu tworzenia wartości w przedsiębiorstwach rolnych wykorzystuje doświadczenia i wiedzę uzyskaną w innych badaniach, jednak uwzględnia specyficzne cechy działalności rolniczej. Jednym z elementów wyróżniających tę zbiorowość jednostek spośród przedsiębiorstw należących do innych branż jest wykorzystanie ziemi do celów produkcyjnych. Ziemia rolna jako rzadki zasób podlega rynkowej wycenie, której zmiana w postaci renty gruntowej-majątkowej powinna być uwzględniona przy ocenie wyników ekonomicznych posiadających ją podmiotów. Zaproponowana korekta rentowności kapitału własnego uwzględnia zmianę wyceny tego czynnika produkcji, a tym samym w sposób bardziej zbliżony do rzeczywistości oddaje preferencje i zachowanie właścicieli przedsiębiorstw rolnych.

Indeks tworzenia wartości pozwala wyeliminować mankamenty klasycznych mierników efektywności ekonomicznej, gdyż uwzględnia koszt kapitału własnego i ryzyko pogorszenia wyników finansowych w przyszłości.

Wyniki uzyskane przez wielkoobszarowe przedsiębiorstwa rolne pozwalają stwierdzić, że pomnażają one wartość właścicielską. Dopiero jednak ujęcie renty gruntowej jako premii o charakterze majątkowym daje pełny obraz ich sytuacji ekonomicznej. Efektywność ekonomiczna przedsiębiorstw rolnych po integracji z UE jest bowiem bardzo wysoka między innymi dzięki wzrostowi cen ziemi rolnej.

Należy podkreślić potencjalne zagrożenia dla inwestowania w branżę rolną wynikające z przewidywanego wprowadzenia podatku dochodowego, a w większym stopniu z możliwości ograniczenia wsparcia budżetowego w ramach wspólnej polityki rolnej w latach 2014–2020. Na to ostatnie zagrożenie szczególnie narażone są duże przedsiębiorstwa rolne z uwagi na propozycje wprowadzenia systemu degresywnego zmniejszenia przyznawanych dopłat bezpośrednich dla największych obszarowo gospodarstw. Ten element ryzyka, podobnie jak możliwość utraty dzierżawy państwowej ziemi w wyniku decyzji administracyjnej, nie został jednak uwzględniony w prezentowanej metodzie. Właściciele przedsiębiorstw rolnych dzierżawiących ziemię mogą w przyszłości ponieść znaczne koszty ekonomiczne poprawy koniunktury w rolnictwie, jednak prawdopodobieństwo takiego zdarzenia można prognozować na podstawie wiedzy eksperckiej i zmiennych o charakterze jakościowym.

Literatura

- Barton D., *Kapitalizm z długim horyzontem*, „Przegląd Organizacyjny” 2011, nr 6.
- Bartoszewski B., Pniewski K., *Pomiar tworzenia wartości w systemie zarządzania wartością*, [w:] A. Szablewski, B. Bartoszewski, K. Pniewski (red.), *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady*, Poltex, Warszawa 2008.
- Bitkowska A. (red.), *Procesy restrukturyzacji warunkiem poprawy konkurencyjności przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2010.
- Brycz B., Dudycz T., *Weryfikacja praktycznej przydatności tradycyjnego mierzenia rentowności względem liczenia jej w stosunku do kapitału zainwestowanego do prognozowania przyszłej sytuacji przedsiębiorstwa*, [w:] E. Urbańczyk (red.), *Strategia wzrostu wartości przedsiębiorstwa*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2007, s. 100–101.
- Ciodyk T., Zagórski T., *Ceny gruntów Zasobu Własności Rolnej Skarbu Państwa, Rynek ziemi rolniczej: stan i perspektywy*, IERiGŻ-PIB, grudzień 2010.
- Cwynar A., *Analiza porównawcza wybranych mierników zysku rezydualnego*, Wyd. WSiLiZ, Kraków–Rzeszów–Zamość 2010.
- Cwynar A., Cwynar W., *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości i Wyd. WSiLiZ, Warszawa–Rzeszów 2007.
- Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice 2007.
- Franc J., *Struktura kapitału a procesy rozwojowe przedsiębiorstw rolniczych*, Wyd. SGGW, Warszawa 2003.
- Godziszewski B., Haffer M., Stankiewicz M.J., Sudół S., *Przedsiębiorstwo. Teoria i praktyka zarządzania*, PWE, Warszawa 2011.
- Gołębiowski G., Szczepankowski P., *Analiza wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2007.

- Hawawini G., Viallet C., *Finanse menedżerskie*, PWE, Warszawa 2007.
- Helfert E.A., *Techniki analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2004.
- Józwiak W., Kagan A., *Gospodarstwa towarowe a gospodarstwa wielkotowarowe*, „Roczniki Nauk Rolniczych”, seria G – Ekonomia Rolnictwa, 2008, t. 95, z. 1.
- Kramer M.R., Porter M.E., *Kreowanie Wspólnej Wartości*, „Przegląd Organizacyjny” 2011, nr 4.
- Maćkowiak E., *Ekonomiczna wartość dodana*, PWE, Warszawa 2009.
- Martin R., *The age of customer capitalism*, „Harvard Business Review”, January-February 2010, opr. J. Polowczyk, „Przegląd Organizacyjny” 2010, nr 3.
- Mączyńska E., *Przedsiębiorstwo wobec kryzysu i naruszonej równowagi*, [w:] R. Sobiecki, J.W. Pietrewicz (red.), *Przedsiębiorstwo a kryzys globalny*, SGH w Warszawie, Warszawa 2010.
- Mohr A., *Zarządzanie wzrostem firmy*, Helion, Gliwice 2007.
- Nargiełło J., *Pomiar efektywności finansowej za pomocą ekonomicznej wartości dodanej (EVA)*, [w:] J. Kulawik (red.), *Analiza efektywności ekonomicznej i finansowej przedsiębiorstw rolnych powstałych na bazie majątku WRSP*, IERiGŻ-PiB, Warszawa 2009.
- Noga A., *Teorie przedsiębiorstw*, Polskie Wydawnictwo Encyklopedyczne, Warszawa 2008.
- Nowak E., *Analiza sprawozdań finansowych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2008.
- Nowosielski S., *Skuteczność i efektywność realizacji procesów gospodarczych*, [w:] T. Dudycz (red.), *Mikroekonomiczne aspekty funkcjonowania przedsiębiorstw*, Politechnika Wrocławska, Wrocław 2008, s. 40–42.
- Polaczek R., *Efektywność gospodarowania jako determinanta wzrostu wartości przedsiębiorstwa*, [w:] E. Urbańczyk (red.), *Strategia wzrostu wartości przedsiębiorstwa*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2007, s. 127–128.
- Pomykańska B., Pomykański P., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2007.
- Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIB Press, Warszawa 1999.
- Sierpińska W., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 2004.
- Surmacz A., *Wartość przedsiębiorstwa*, [w:] J. Engelhardt (red.), *Ekonomia przedsiębiorstw*, CeDe-Wu, Warszawa 2011.
- Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2007.
- Tang G., Shum W., *The international risk-return relationships during up and down markets: a reassessment*, „International Journal of Society Systems Science” 2008, vol. 1, issue 1.
- Walkowska K. (red.), *Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2009 r.*, GUS, Warszawa 2010.
- Woś A., *Waloryzacja zasobów i czynników wytwórczych rolnictwa. Nowe kryteria wyboru*, IERiGŻ-PIB, Warszawa 2006.
- Ziętara W., *Od gospodarstwa do przedsiębiorstwa*, Roczniki Naukowe SERiA, t. X, z. 3, Lublin 2008.

INCREASE OF SHAREHOLDER'S VALUE AS A MEASURE OF THE ECONOMIC EFFICIENCY OF AGRICULTURAL ENTERPRISES

Summary: In the presented paper, the increase of shareholder's value as a measure of the economic efficiency of large agricultural enterprises is quantified using the Value Creation Index. It allows to take into account the nature of this group of entities, and at the same time it eliminates the drawbacks of indices traditionally used for the evaluation of economic

efficiency. Taking the fluctuations in land prices into consideration is one of the most crucial revisions to the method at hand. In the case of land ownership, the estimated benefits obtained by owners rise significantly, hence the effect of including the increase in this production factor over time. The increase in land prices, in the case of land lease, on the other hand, leads to the growing costs of own capital due to a rise in the share of foreign capital involved in the activity. A study carried out on a group of agricultural enterprises allows to find that since Poland's accession to the EU this is an economically-effective group, and the estimated land rent is the element that profoundly shapes it.

Keywords: increase of shareholder's value, economic efficiency, agricultural enterprises, Value Creation Index.