

Adam Kagan

*Instytut Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej – Państwowy Instytut
Badawczy w Warszawie*

**WYBRANE ASPEKTY TWORZENIA WARTOŚCI
W GOSPODARSTWACH ROLNYCH POWSTAŁYCH Z MAJĄTKU
SKARBU PAŃSTWA**

*SELECTED ASPECTS OF VALUE CREATION IN FARMS ESTABLISHED
FROM THE PROPERTY OF THE STATE TREASURY*

Słowa kluczowe: efektywność ekonomiczna, koszt kapitału własnego, rentowność kapitału własnego, zysk rezydualny, indeks tworzenia wartości

Key words: economic efficiency, cost of equity, return on equity, residual income, value creation index

Synopsis. Zaprezentowano wyniki ekonomiczne grup gospodarstw rolnych powstałych z majątku Skarbu Państwa, które wydzielono w oparciu o formę prawną oraz własność kapitału. W stosunku do tradycyjnej analizy finansowej opartej głównie o wskaźniki rentowności działalności gospodarczej i kapitału własnego przeprowadzono badania poszerzone o szacowanie indeksu tworzenia wartości. Przyjęto, że miarą efektywności ekonomicznej gospodarstw jest zdolność do kreowania ich wartości, czyli uzyskanie nadwyżki ekonomicznej ponad szacowany koszt kapitału własnego. Dokonując oceny wyników badanych jednostek zwrócono uwagę na gospodarstwa dzierżawione przez osoby fizyczne, jako grupę, w której najwięcej podmiotów uzyskiwało wymaganą stopę zwrotu z kapitału.

Wstęp

Zmiany ustrojowe w Polsce rozpoczęte w latach dziewięćdziesiątych i proces transformacji gospodarki powiązany ze zmniejszeniem udziału własności państwowej w sferze produkcji dóbr i usług wywarł bardzo głęboki wpływ na kształt polskiego rolnictwa. W okresie tym zdecydowano bowiem o całkowitej likwidacji państwowych gospodarstw rolnych (PGR) jako formy prawnej i prywatyzacji posiadanego majątku. Chodziło więc o redystrybucję prawie jednej czwartej powierzchni krajowych użytków rolnych, z tego 18% należących do PGR i 6% do Państwowego Funduszu Ziemi [Runowski, Ziętara 2002].

Celem przekształceń własnościowych miała być sprzedaż ziemi na powiększenie funkcjonujących małych gospodarstw rodzinnych i stworzenie nowych jednostek opartych o pracę własną właścicieli, tj. gospodarstw osób fizycznych. Ten kierunek prywatyzacji napotkał jednak na trudności, tak więc powstały również jednostki o bardziej złożonej formie prawnej, tj. spółki [Dzun 2005].

W pierwszym etapie przekształceń własnościowych preferowaną formą zagospodarowania majątku z Zasobu Skarbu Państwa była jego dzierżawa, a w miarę wypracowania zysku jego wykup. W przypadku części jednostek dzierżawa okazała się jednak jedynym możliwym sposobem użytkowania ziemi i obiektów produkcyjnych. Przeszkodą do głębszej prywatyzacji była:

- wartość dzierżawionego majątku (zwłaszcza ziemi) i potrzeba zgromadzenia w krótkim okresie czasu znacznego kapitału na jego wykup,
- stan prawny części majątku – roszczenia reprivatyzacyjne byłych właścicieli lub ich spadkobierców i brak rozwiązań legislacyjnych tego problemu,
- wprowadzenie od 2003 r. przepisów antykoncentracyjnych – określenie górnego limitu sprzedaży ziemi przez Agencję Nieruchomości Rolnych jednemu podmiotowi [Guzewicz i in. 2006].

Obecnie funkcjonujące wielkoobszarowe gospodarstwa rolne powstałe z majątku Skarbu Państwa można zatem podzielić według formy prawnej na: spółki i gospodarstwa osób fizycznych, natomiast z uwagi na stopień prywatyzacji majątku na: zakupione i dzierżawione. Oddzielną grupę stanowią jednoosobowe spółki Skarbu Państwa nie tylko z uwagi na państwową własność kapita-

łu założycielskiego i odmienny kierunek prywatyzacji – komercjalizację, ale realizowane w większości z nich zadania związane z postępowaniem biologicznym [Kagan 2007].

Prywatyzacja, a następnie sposób i forma rozdysponowania majątku byłych PGR, budziła wiele kontrowersji i nadal wywołuje emocje wśród badaczy [Dzun 2003, Leopold, Ziętara 2003, Wilkin 1997, Zgliński 1995]. Celem artykułu nie jest ocena dokonanego wyboru kierunku przemian własnościowych i drogi rozwoju gospodarstw powstałych z majątku byłych PGR. Nie jest tym celem również rozstrzygnięcie, która forma prawna jednostek, czy też forma własności zasobów (zwłaszcza ziemi), jest bardziej efektywna, a tym samym, czy są potrzebne dalsze przekształcenia i prywatyzacja majątku pozostającego w Zasobie Skarbu Państwa [Guzewicz i in. 1997]. Spróbowano w nim natomiast stwierdzić, w których gospodarstwach osiągnęte wyniki finansowe pokrywają wszystkie koszty, w tym oszacowany koszt kapitału własnego. A zatem czy właściciele inwestując w daną grupę jednostek, osiągają stopę zwrotu na poziomie wyższym niż ponoszone przez nich ryzyko finansowe?

Materiały badawcze i metodyka

Do analizy wykorzystano dane panelowe z lat 2005-2007 zgromadzone w Zakładzie Ekonomiki Gospodarstw Rolnych IERIGZ-PiB w ramach wieloletniego programu badawczego. Łącznie przeanalizowano wyniki 111 gospodarstw, z tego: 51 należących do osób fizycznych, w tym 24 dzierżawionych, oraz 60 funkcjonujących w formie spółek prywatnych, w tym 17 zakupionych. Stopień prywatyzacji majątku, a tym samym podział na gospodarstwa zakupione i dzierżawione, dokonany został na podstawie stanu własności posiadanej przez nich ziemi. Przyjęto, że podmioty, w których ziemia własna występuje w przewadze można uznać za zakupione, natomiast pozostałe za dzierżawione [Guzewicz i in. 2003].

W badaniu przyjęto za funkcję celu prowadzenia działalności rolniczej maksymalizację wartości gospodarstwa, która warunkuje zapewnienie długookresowej użyteczności dla ich właścicieli. Klasyfikacja rentowność kapitału własnego i zyskowność działalności są wskaźnikami pomocnymi, ale niewystarczającym do oceny tego zjawiska. Miarą efektywności ekonomicznej jest uzyskanie nadwyżki ekonomicznej, tj. zysku przekraczającego szacowany koszt kapitału własnego [Helfert 2004].

W analizach wyników finansowych gospodarstw pomija się koszt kapitału własnego, traktując ten rodzaj kapitału jako darmowe dobro dla danego podmiotu. Nie uwzględnia się faktu, że badane jednostki w odmiennym stopniu narażone są również na ryzyko spowodowane zarówno udziałem kapitałów obcych w finansowaniu działalności, jak również wielkością majątku dzierżawionego. Różny poziom dźwigni finansowej powoduje jednak, że gospodarstwa odznaczają się różnym stopniem wrażliwości na: zmiany poziomu czynszów dzierżawnych, ceny ziemi, kosztów lub ograniczenia dostępu do kredytów lub inne instrumenty finansowania działalności.

Pomijanie ryzyka finansowego i kosztu kapitału własnego nie pozwala odpowiedzieć na pytanie, jaki jest zysk (rentowność kapitału własnego) z działalności gospodarczej niezależnie od struktury własnościowej kapitału zastosowanego i jego poziomu. Nie pozwala również stwierdzić, jakie jest prawdopodobieństwo jego utrzymania w dłuższej perspektywie, a tym samym, czy inwestycja w gospodarstwo przynosi oczekiwany poziom zwrotu.

W przeprowadzonej analizie zastosowano rachunek szacowania kosztu kapitału własnego (K_e) oparty o stopę zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka, którą powiększono o przyjętą subiektywnie stałą premię tytułem prowadzenia działalności rolniczej oraz oszacowaną premię za ryzyko finansowe. Tą ostatnią w gospodarstwach korzystających z kapitału obcego określono na podstawie modelu Modiglianiego i Millera dla gospodarki bez podatku dochodowego [Szczepankowski 2007].

$$K_e = R_f + R_p + R_c = R_f + R_p + (K - K_d) * \frac{D}{E}$$

gdzie:

D – wartość kapitału obcego,

E – wartość kapitału własnego,

K_d – koszt długu,

K_e – łączny koszt kapitału własnego niezależnie od struktury finansowania gospodarstwa,

K – koszt kapitału własnego w gospodarstwie bez długu,

R_c – premia za ryzyko finansowe,

R_f – stopa wolna od ryzyka,

R_p – stała premia za ryzyko systemowe.

Wysokość stopy wolnej od ryzyka ustalono na podstawie rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych (5,1% w 2005 r., 4,2% w 2006 r. i 4,5% w 2007 roku – obliczono korzystając z serwisu: rynek.bizzone.pl), natomiast premię za ryzyko systemowe na poziomie 2%. Sposób ten stanowi rozwinięcie metody stosowanej w badaniach efektywności finansowej gospodarstw indywidualnych w IERGŻ polegającej na porównaniu rentowności kapitału własnego z przeciętnym oprocentowaniem depozytów złotych [Józwiak, Kagan 2008].

Do pomiaru kreowania wartości właścicielskiej wykorzystano indeks tworzenia wartości VCI (*Value Creation Index*) będący relacją rentowności kapitału własnego (ROE) oraz jego kosztu (K) $VCI = ROE/K$ [Kulawik 2008].

W przypadku, gdy zysk finansowy przekracza o 5% opłatę kapitału własnego ($VCI > 1,05$) w gospodarstwie bezsprzecznie tworzona jest dodatkowa wartość ekonomiczna dla właściciela. Funkcjonowanie takiej jednostki jest nie tylko uzasadnione ekonomicznie, ale należy oczekiwać jej dalszego rozwoju w przyszłości. W sytuacji, gdy zysk nie pokrywa co najmniej 95% opłaty kapitału własnego ($VCI < 0,95$) oznacza „niszczenie” wartości kapitału lub sygnał o niewspółmiernie wysokim obciążeniu prowadzonej działalności ryzykiem względem osiąganych wyników finansowych. W krótkim okresie czasu o kontynuacji działalności przez takie podmioty mogą decydować: czynniki pozaekonomiczne, przewidywanie poprawy koniunktury, przeprowadzanie restrukturyzacji lub wykorzystanie przez właścicieli instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem finansowym (jedną z nich jest wieloletnia umowa dzierżawy). Funkcjonowanie takich gospodarstw, a co najmniej utrzymanie dotychczasowej rentowności w dłuższym horyzoncie czasu może być jednak zagrożone, o ile nie nastąpi poprawa wyników finansowych, struktury kapitałów lub zmniejszenie ryzyka, np. przez zagwarantowanie trwałości dzierżaw.

Gospodarstwa o nieustalanej sytuacji stanowią grupę pośrednią mieszczącą się w określonym marginesie niepewności ($1,05 > VCI > 0,95$). W ich sytuacji nie można jednoznacznie stwierdzić czy następuje utrata, czy wzrost wartości, lub czy opłata kapitału własnego rekompensuje ponoszone ryzyko.

Różnice w zakresie parametrów produkcyjno-organizacyjnych, cech własnościowych, jak również osiągniętych wyników ekonomicznych, zostały w tym badaniu zweryfikowane za pomocą testów statystycznych. Sprawdzono zgodność rozkładu poszczególnych cech z rozkładem normalnym przy wykorzystaniu testu Shapiro-Wilka, a w przypadku pozytywnego wyniku jednorodność wariancji testem Browna-Forsythe’a. Z uwagi na brak jednorodności wariancji dla cech produkcyjno-organizacyjnych i znacznie odbiegające od rozkładu normalnego gęstości rozkładu wyników ekonomicznych, do oceny różnic cech wykorzystano nieparametryczny test Kruskala-Wallisa. W celu doprecyzowania, które grupy charakteryzowały się wynikami odbiegającymi od siebie w sposób statystycznie istotny wykonano dodatkowo test mediany [Francuz, Makiewicz 2007].

Wyniki badań

Poszczególne grupy badanych gospodarstw różniły się statystycznie między sobą wielkością posiadanych i wykorzystywanych zasobów: kapitału zastosowanego, pracy oraz ziemi w przeliczeniu na gospodarstwo (tab. 1). Odróżniała je nie tylko liczba poszczególnych czynników produkcji, ale również ich wzajemne proporcje, tj. stosowana technologia. Wyjątek stanowiły gospodarstwa osób fizycznych: zakupione i dzierżawione, które jako jedyne charakteryzowały się jednakowymi proporcjami dwóch czynników: ziemi i kapitału.

Spółki dzierżawione były jednostkami o największej skali prowadzonej działalności rolniczej (przeciętnie 390 ESU). Pomimo że posiadały największą obsadę zwierząt w stosunku do powierzchni użytków rolnych dominowały wśród nich jednostki ukierunkowane na produkcję roślinną (ponad 60%). Najwięcej spółek dzierżawionych na tle wszystkich grup łączyło produkcję zwierzęcą (głównie bydło) z produkcją roślinną (12% całej grupy).

Spółki zakupione były jednostkami o znacznie mniejszej produkcji rolniczej – przeciętnie 188 ESU. Specjalizowały się głównie w produkcji roślinnej (82% gospodarstw), pozostałe jednostki w produkcji zwierzęcej, w której przeważała trzoda chlewna.

W gospodarstwach osób fizycznych rozkład jednostek ukierunkowanych na produkcję zwierzęcą i roślinną był jednakowy. W gospodarstwach dzierżawionych prowadzona była produkcja o większych rozmiarach – przeciętnie 212 ESU (172 ESU zakupione), również jednostki te odznaczały się równomiernym udziałem gospodarstw utrzymujących więcej niż jeden gatunek zwierząt, jak i

Tabela 1. Wybrane cechy produkcyjno-organizacyjne charakteryzujące badane grupy gospodarstw w 2007 r.

Wybrane cechy (średnia arytmetyczna)	Gospodarstwa osób fizycznych		Spółki	
	zakupione	dzierżawione	zakupione	dzierżawione
Powierzchnia UR [ha]	334,3	446,4	607,0	945,8
Udział ziemi własnej [%]	90,1	15,6	85,9	10,7
Klasa bonitacji UR	1,06	0,99	1,03	1,07
Udział zbóż w strukturze zasiewów [%]	62,4	73,0	63,9	60,6
Ilość SD na 100 ha UR	25,6	30,9	25,5	59,6
Liczba pełnozatrudnionych na 100 ha UR	3,5	1,9	6,3	5,2
Kapitał na pełnozatrudnionego [tys. zł]	655,1	1218,9	524,6	861,3
Udział kapitału własnego* [%]	68,6	33,3	57,7	22,8
Udział kapitału dzierżawionego* [%]	9,4	59,2	12,5	62,5
Stopa inwestowania ^a	2,4	2,1	4,7	3,1

* Udział w strukturze kapitału zastosowanego, który stanowi suma pasywów i wartość aktywów dzierżawionych.

^a Iloraz nakładów inwestycyjnych i amortyzacji.

Źródło: opracowanie własne.

wyspecjalizowanych w bydło lub zwierzętach żywnościowych paszami treściwymi. Wśród gospodarstw osób fizycznych zakupionych 7% specjalizowało się w produkcji sadowniczej lub ogrodniczej, czyli kierunkach wysoko pracochłonnych. Wyższy poziom zatrudnienia w tej grupie względem dzierżawionych gospodarstw osób fizycznych wynikał więc ze specjalizacji produkcji.

Poszczególne zbiorowości badanych jednostek odróżniał więc nie tylko posiadany potencjał produkcyjny, stosowana technologia, ale również ukierunkowanie i specjalizacja działalności rolniczej oraz struktura posiadanego kapitału. Wszystkie te elementy w połączeniu z umiejętnościami zarządzania gospodarstwem – posiadanym kapitałem ludzkim i czynnikami natury przyrodniczej spowodowały, że w latach 2005-2007 poszczególne grupy uzyskały odmienne wskaźniki ekonomiczne (tab. 2).

Tabela 2. Wskaźniki tworzenia wartości w grupach badanych gospodarstw wielkoobszarowych w latach 2004-2007

Wskaźnik (mediany)	Lata	Gospodarstwa osób fizycznych		Spółki	
		zakupione	dzierżawione	zakupione	dzierżawione
Rentowność działalności gospodarczej ^a [%]	2007	32,1	34,8	23,7	15,5
	2006	15,2	31,6	14,3	7,2
	2005	24,0	22,9	5,7	8,9
Stopa subsydiowania ^b [%]	2007	13,4	16,6	13,5	13,7
	2006	14,8	16,9	15,1	13,9
	2005	12,5	14,0	14,9	11,6
Rentowność kapitału własnego (ROE) [%]	2007	14,3	21,5	16,3	25,5
	2006	7,7	17,9	12,7	14,1
	2005	9,9	17,2	7,0	17,9
Koszt kapitału własnego (Ke) [%]	2007	8,6	12,7	8,7	20,6
	2006	7,5	12,5	9,3	21,7
	2005	8,5	14,4	12,2	20,9
Indeks tworzenia wartości (VCI)	2007	1,7	1,7	1,9	1,2
	2006	1,0	1,4	1,4	0,6
	2005	1,2	1,2	0,6	0,9

^a Iloraz przychodów ogółem i kosztów ogółem; ^b iloraz sumy dopłat budżetowych i przychodów ogółem.

Źródło: opracowanie własne.

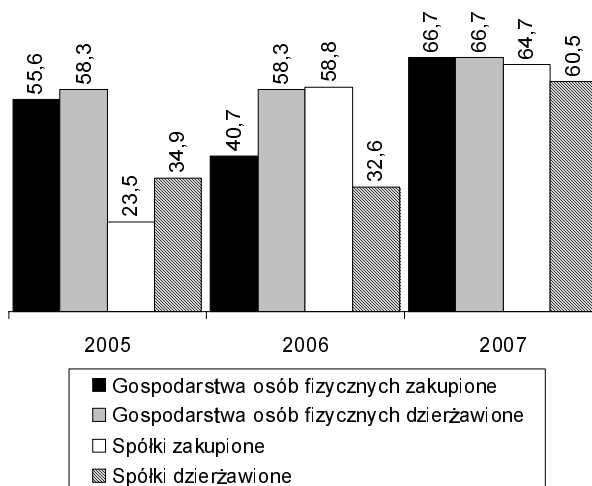
Zakupione i dzierżawione gospodarstwa osób fizycznych w całym badanym okresie osiągnęły najwyższy wskaźnik rentowności (zyskowności) działalności gospodarczej, którego poziom (z wyjątkiem 2006 roku) był bardzo podobny w obu zbiorowościach. W gospodarstwach dzierżawionych rentowność ta była warunkowana większym udziałem płatności budżetowych w strukturze przychodów, natomiast w zakupionych w większym stopniu korzystną relacją cen produktów zbywanych w stosunku do cen dóbr nabywanych.

Działalność gospodarcza prowadzona przez spółki charakteryzowała się znacznie niższą zyskownością. Zmiany relacji cenowych na produkty roślinne w 2006 r. doprowadziły jednak do krótkotrwałego zniwelowania różnicy rentowności działalności gospodarczej w zakupionych spółkach i zakupionych gospodarstwach osób fizycznych.

Spółki dzierżawione z wyjątkiem 2005 roku odznaczały się najniższym poziomem rentowności prowadzonej działalności gospodarczej, nie stwierdzono jednak statystycznie istotnej różnicy pomiędzy poziomem zwrotu z jednostki zainwestowanego kapitału własnego tej grupy i dzierżawionych gospodarstw osób fizycznych. W pierwszym przypadku wysoki poziom rentowności kapitału własnego był spowodowany bardzo wysoką dźwignią finansową, przy wyższym udziale kapitału dzierżawionego. W spółkach dzierżawionych z racji wcześniejszych terminów zawierania umów kapitał dzierżawiony był obciążony niższym kosztem. W drugiej grupie efekt dźwigni finansowej był częściowo neutralizowany większym udziałem kredytów komercyjnych, a tym samym niższą różnicą pomiędzy rentownością aktywów i kosztem kapitału obcego.

Wyższa dźwignia finansowa w gospodarstwach dzierżawionych oznacza większe ryzyko, a co za tym idzie koszt kapitału własnego. W spółkach dzierżawionych w warunkach 2007 roku, tj. w bardzo korzystnych dla większości kierunków działalności rolniczej, rentowność kapitału własnego była wyższa od jego kosztu oraz przeważała liczba jednostek tworzących dodatkową wartość dla właścicieli (rys. 1).

W pozostałych okresach indeks tworzenia wartości w tej zbiorowości kształtował się poniżej jedności, na skutek „niszczenia” wartości w dwóch trzecich badanych jednostek. W gospodarstwach osób fizycznych dzierżawionych w całym badanym okresie przeważały podmioty o dodatnim zysku rezydualnym (czyli dodatniej różnicy między zyskiem księgowym, a opłatą kapitału własnego). Jest to grupa gospodarstw, w której właścicielom w najbardziej umiejętny sposób udawało się zrównoważyć rentowność działalności, dodatnie efekty dźwigni finansowej i koszt kapitału własnego.



Rysunek 1. Udział jednostek poszczególnych grup tworzących dodatkową wartość dla właścicieli w latach 2005-2007

Źródło: opracowanie własne.

Podsumowanie i wnioski

1. Tradycyjna analiza finansowa oraz wnioskowanie na podstawie rentowności działalności gospodarczej i rentowności kapitału własnego nie dostarcza dostatecznej ilości informacji, na podstawie których można ocenić, na ile wyniki ekonomiczne gospodarstw rolniczych są pozytywne z punktu widzenia ich właścicieli. Pomijanie kosztu kapitału własnego i nieuwzględnianie ryzyka finansowego czyni takie analizy niepełnymi, a nawet może sugerować błędne wnioski.
2. Spółki dzierżawione pomimo najniższej rentowności działalności gospodarczej spośród wszystkich badanych grup, dzięki dźwigni odnotowywały najwyższą rentowność kapitału własnego. Finansowanie działalności tych jednostek obciążone było jednak znacznym ryzykiem finansowym, na tyle wysokim, że po jego uwzględnieniu w koszcie kapitału własnego nie zostało ono

- zrekompensowane zyskiem księgowym przypadającym na jednostkę kapitału własnego. Z wyjątkiem 2007 r. prawie dwie trzecie jednostek należących do tej zbiorowości nie odnotowało zysku rezydualnego. W grupie tej utrzymanie wysokiej rentowności kapitału własnego w długim horyzoncie czasowym może być niemożliwe.
3. Gospodarstwa osób fizycznych dzierżawione jako grupa najlepiej prezentowały się pod względem rentowności działalności gospodarczej, jak również indeksu tworzenia wartości. Uzyskały to dzięki połączeniu cechy gospodarstw osób fizycznych – niski poziom zatrudnienia, z dzierżawą – korzystaniem w przewadze z kapitałów obcych oraz większą skalą produkcji. W odróżnieniu od gospodarstw zakupionych (osób fizycznych i spółek) dominująca liczba jednostek zakwalifikowanych do tej zbiorowości w całym badanym okresie tworzyła dodatkową wartość dla właścicieli.
 4. Niekorzystny wskaźnik – indeks tworzenia wartości w grupie spółek zakupionych w 2005 roku, oraz przewaga gospodarstw, które „niszczyły” wartość w grupie zakupionych gospodarstw osób fizycznych w 2006 roku prawdopodobnie zostały wywołane fluktuacją koniunktury na zbywane produkty, okresowym wpływem niekorzystnych warunków pogodowych, napięciami spowodowanymi wykupem majątku. Należy przypuszczać, że w przyszłości większość jednostek należących do obu zbiorowości będzie pomnażać wartość dla właścicieli.

Literatura

- Dzun W.** 2005: Państwowe gospodarstwa rolne w procesie przemian systemowych w Polsce. IRWiR PAN, Warszawa, 217-220.
- Dzun W.** 2003: Likwidacja PGR – przesłanki, cele, metody. *Wież i Rolnictwo*, nr 2, Warszawa, 17-43.
- Francuz P., Makiewicz M.** 2007: Liczby nie wiedzą skąd pochodzą. Przewodnik po metodologii i statystyce nie tylko dla socjologów. KUL, Lublin, 510-519.
- Guzewicz W., Józwiak W., Kulawik J.** 1997: Efektywność gospodarowania przedsiębiorstw rolnych podległych Agencji Własności Rolnej Skarbu Państwa administrowanych, jednoosobowych spółek AWRSR oraz dzierżawionych przez spółki pracownicze. FAPA, Warszawa, 10-107.
- Guzewicz W., Kagan A., Zdzieborska M.** 2006: Procesy dostosowawcze w wielkoobszarowych gospodarstwach popegeerowskich, Raport Programu Wieloletniego, nr 46, IERiGŻ – PIB, Warszawa, 22-23.
- Guzewicz W., Osuch D., Zdzieborska M.** 2003: Wyniki produkcyjno-ekonomiczne wielkoobszarowych gospodarstw powstałych z majątku byłych PGR. Studia i Monografie, IERiGŻ, Warszawa, 12-15.
- Helfert E.A.** 2004: Techniki analizy finansowej, PWE, Warszawa, 502-507.
- Józwiak J., Kagan A.** 2008: Gospodarstwa towarowe a gospodarstwa wielkotowarowe. *Rocznik Nauk Rolniczych* seria G t. 95, z. 1, 26-27.
- Kagan A.** 2007: Zmiany funkcjonowania jednoosobowych spółek Skarbu Państwa po integracji z Unią Europejską. *Roczniki Naukowe SERiA*, t. IX, z. 1, 203-208.
- Kulawik J.** 2008: Efektywność finansowa w rolnictwie. Istota, pomiar i perspektywy. *Zagadnienia Ekonomiki Rolnej*, nr 2, 42.
- Leopold A., Ziętara W.** 2003: Koncepcja przekształceń byłych państwowych gospodarstw rolniczych – inaczej. *Wież i Rolnictwo*, nr 2, 46-53.
- Runowski H., Ziętara W.** 2002: Stan dotychczasowy i rekomendacje na przyszłość w procesie przekształceń własnościowych. Mat. z konferencji, SGGW, Warszawa, 48-49.
- Szczepankowski P.** 2007: Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa. PWN, Warszawa, 106-110.
- Wilkin J.** 1997: Państwowe gospodarstwa rolne – teraz i w przyszłości. [W:] Własność państwowa w rolnictwie – przekształcenia, problemy i perspektywy. AR-T Olsztyn, Olsztyn, 18-20. [www.rynek.bizzzone.pl/Stopy_procentowe-Rentownosc_bonow_skarbowych_i_obligacji].
- Zgliński W.** 1995: Przekształcenia państwowych gospodarstw rolnych i ich wpływ na wieś i rolnictwo. *Wież i Rolnictwo*, nr 1, 138-155.

Summary

The paper presents the economic results of a group of farms established from the property of the State Treasury, distinguished with respect to their legal form and the ownership of equity. The traditional financial analysis, based mainly on the return on economic activity (ROEA) and return on equity (ROE), was extended with the estimation of the value creation index (VCI). It was assumed that the measure of economic efficiency of farms is the ability to create value that is to obtain an economic surplus above the level of the estimated cost of equity. When evaluating the results of the studied farms, our attention was drawn to the farms leased by natural persons as a group where the number of entities which attained the required return on equity ratio was the largest.

Adres do korespondencji:

mgr inż. Adam Kagan
Instytut Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarski Żywnościowej – Państwowy Instytut Badawczy
Zakład Ekonomiki Gospodarstw Rolnych
ul. Świętokrzyska 20, 00-002 Warszawa
tel. (0 22) 505 45 63, e-mail: kagan@ierigz.waw.pl