Miscellanea

ZBIGNIEW GOŁAŚ
Uniwersytet Przyrodniczy
Poznań

UWARUNKOWANIA RENTOWNOŚCI KAPITAŁU WŁASNEGO W ROLNICTWIE (CZĘŚĆ I)

Wprowadzenie

Celem prezentowanego artykułu jest przekrojowo-dynamiczna analiza zróżnicowania rentowności kapitału własnego gospodarstw rolnych oraz próba identyfikacji siły i kierunku wpływu wybranych czynników o charakterze finansowym kształtujących tę kategorię rentowności. Wyodrębnienie cech gospodarstw rolnych, najsilniej wpływających na ich zdolność do generowania zysków w relacji do zainwestowanego kapitału własnego, w połączeniu z analizą różnic w tym zakresie pomiędzy różnymi typami gospodarstw funkcjonującymi w rolnictwie Unii Europejskiej jest ważne z dwóch powodów. Po pierwsze, porównanie to stanowi istotną podstawę oceny *ex post* racjonalności decyzji właścicieli gospodarstw, po drugie jest ono bardzo ważną wskazówką do takiego doskonalenia narzędzi polityki rolnej w obszarze finansowania rolnictwa, które z jednej strony sprzyjać będzie pomnażaniu kapitału właścicieli gospodarstw rolnych, z drugiej zaś może przełożyć się na korzystny kierunek zmian strukturalnych oraz wzrost i rozwój całego sektora rolnego.

Badanie czynników kształtujących rentowność kapitału własnego gospodarstw rolnych jest również celowe z trzech innych powodów. Po pierwsze, dla utrzymania ciągłości działalności gospodarczej, każdy podmiot obok zachowania płynności finansowej musi wykazywać zdolność do generowania nadwyżki ekonomicznej postrzeganej w kategoriach zysku. Po drugie, akumulowane przez gospodarstwa zyski stanowią podstawowe i najważniejsze źródło przyrostu kapitałów. Po trzecie, to właśnie poziom rentowności jest tym syntetycznym wyznacznikiem standingu finansowego, który w sposób zasadniczy wpływa na ocenę zdolności konkurencyjnych gospodarstw, a tym samym na ich możliwości kontynuowania działalności w sferze produkcji rolniczej i perspektywy rozwojowe.

O poziomie rentowności, poza różnorodnymi relacjami o charakterze finansowo-majątkowym, decyduje szereg czynników o charakterze makroekonomicznym (struktura gospodarki ogółem, polityka rolna), strukturalne uwarunkowania całego sektora rolnego (np. liczba podmiotów, stopień koncentracji, stopień specjalizacji, zaawansowanie technologiczne), jak i indywidualne techniczno-ekonomiczne charakterystyki poszczególnych gospodarstw, wśród któ-

rych należy wymienić przede wszystkim: warunki przyrodnicze, wielkość ekonomiczną, dominujący rodzaj (typ) działalności rolniczej oraz szeroko rozumiany kapitał ludzki.

W prezentowanym opracowaniu rentowność kapitału własnego postrzegana jest przede wszystkim przez pryzmat koncepcji wypracowanych przez teorię zarządzania finansami. Rozważania w tym zakresie przedstawiono w dwóch odrębnych, ale merytorycznie powiązanych ze sobą częściach. Punktem wyjścia w pierwszej z nich była dynamiczno-przekrojowa analiza struktury kapitałowej, poziomu rentowności kapitału własnego oraz efektów dźwigni kapitałowej (finansowej) w gospodarce narodowej ogółem i jej sektorach. Następnie przedstawiono wyniki badań zróżnicowania tych parametrów ekonomiczno-finansowych w rolnictwie Polski i pozostałych krajów Unii Europejskiej (UE) oraz porównawczo w układzie wielkości ekonomicznej gospodarstw (ESU), typów rolniczych (TF) i według metod produkcji stosowanych przez gospodarstwa rolne. Powyższy zakres analizy stanowił podstawę rozważań przedstawionych w drugiej części, w której skoncentrowano się na zbadaniu siły i kierunku wpływu zmiennych kształtujących poziom rentowności gospodarstw rolnych, na podstawie koncepcji wypracowanych przez teorię zarządzania finansami. Główny nurt analityczny ma w tym przypadku najsilniejszy związek z kompleksową analizą sytuacji finansowej za pomocą systemu wskaźników, między którymi występują zależności przyczynowo-skutkowe. W tej grupie metod podstawowe znaczenie ma dekompozycja tzw. modelu Du Ponta (*Du Pont System of Financial Control*), umożliwiająca wielowymiarową analizę źródeł sukcesu lub porażki w realizacji jednego z najważniejszych celów finansowych[1] każdej działalności gospodarczej, jakim jest wzrost wartości kapitału właścicielskiego. Syntetyczną miarą osiągnięć w tym zakresie jest stopa rentowności kapitału własnego (ROE)[2].

[1] Zagadnienia celów działalności nie można oczywiście ograniczyć wyłącznie do kategorii finansowych, co potwierdza szeroka dyskusja na ich temat prowadzona w ramach ekonomii i zarządzania, związana z teorią tradycyjną, teoriami menedżerskimi oraz teorią biologiczną [3,4,5,6,9]. Problematyka ta znalazła także swój wyraz w badaniach w sektorze rolnictwa [1,7,10,12]. Wydaje się jednak, że wzrost wartości kapitału właścicielskiego jest tym celem, który współcześnie jest bardzo często akceptowany.

[2] Współcześnie w ocenie tych osiągnięć ma zastosowanie wiele innych mierników, np.: ekonomiczna wartość dodana (EVA), rynkowa wartość dodana (MVA), zwrot dla właścicieli (TSR), rentowność inwestycji (CFROI) i szereg innych [11]. Nie znalazły one jednak dotąd, podobnie jak rentowność kapitału własnego (ROE) szerszego zastosowania w analizach sektora rolnictwa, co nie oznacza jednak, że ich przydatność jest w tym sektorze ograniczona. Przyczyny tego stanu można wyjaśnić cytując opinię **Niecia** [8]: *„dla pewnej grupy gospodarstw rentowność aktywów, czy kapitału własnego zazwyczaj są czystą abstrakcją. Z drugiej jednak strony istnieje niemała grupa gospodarstw o charakterze towarowym i komercyjnym, dla których analiza ekonomiczno-finansowa powinna stać się powszechnym (codziennym) instrumentem zarządzania pomocnym w podejmowaniu przez kierowników gospodarstw rolniczych najbardziej racjonalnych decyzji gospodarczych”.*

Rentowność kapitału własnego w rolnictwie na tle gospodarki narodowej

Rentowność kapitału własnego należy do najważniejszych mierników korzyści ekonomicznych właścicieli każdego rodzaju przedsiębiorstwa działającego w gospodarce rynkowej. Zdolność akumulowania kapitału poprzez generowanie zysków jest bowiem warunkiem *conditio sine qua non*, tj. warunkiem przesądzającym w dłuższej perspektywie o kontynuowaniu lub zaprzestaniu działalności gospodarczej bez względu na branżę.

Poziom rentowności kapitału własnego, jako wypadkowa zdolności do generowania zysków i poziomu zaangażowania własnych środków, jest silnie zróżnicowany w układzie międzybranżowym, wewnątrzbranżowym, jak również w średnio i długookresowej perspektywie w następstwie zmienności szeregu uwarunkowań makro i mikroekonomicznych. Wybrane elementy charakteryzujące stopień zróżnicowania oraz kierunek i dynamikę zmian w tym zakresie w gospodarce narodowej w latach 2000-2006 obrazują dane zawarte w tabeli 1.

Z danych tych wynika, że w całym rozpatrywanym okresie analizy rolnictwo wraz z łowiectwem i leśnictwem wyróżniało się najwyższym udziałem kapitału własnego w sumie bilansowej (62,5-80,8%), podczas gdy przeciętnie w przedsiębiorstwach ogółem udział ten nie przekraczał 52% w latach 2000-2006. Zamieszczone statystyki wskazują również, że od 2000 roku w sektorze rolnictwa następował proces szerszego angażowania kapitałów zewnętrznych, miał on jednak słabą dynamikę, ponieważ na koniec analizowanego okresu kapitał własny finansował majątek w tym sektorze w ponad 72%. Ta tendencja nie była zbieżna z tendencjami obserwowanymi sektorach pozarolniczych oraz w gospodarce ogółem, w której wystąpiło wyraźne ograniczanie kapitałów obcych, skutkujące wzrostem udziału kapitału własnego z około 44% do ponad 51%.

Zasadniczo odmienne relacje kapitałowe w rolnictwie dość wyraźnie przekładają się na niską na ogół rentowność i relatywnie słabe efekty dźwigni kapitałowej (finansowej). Można bowiem zauważyć, że przy bardzo dużej zmienności poziomu rentowności, różnice między stopą rentowności kapitału własnego i aktywów były w zasadzie marginalne. W znacznie silniejszym stopniu, aniżeli w rolnictwie, efekty agresywniejszej (prorynkowej) polityki kształtowania struktury kapitałowej zauważalne są zarówno w sektorach pozarolniczych, jak i w całej gospodarce. Z liczb zawartych w tabeli 1 wynika, że przy podobnej jak w rolnictwie dość dużej zmienności uwzględnionych miar rentowności, relacja rentowności kapitału własnego (ROE) do rentowności aktywów (ROA) kształtowała się poza rolnictwem na znacznie wyższym poziomie. Przykładowo, w gospodarce ogółem różnica między ROE a ROA wynosiła w 2006 roku 5,3 p. p., natomiast w rolnictwie, przy bardzo niskim poziomie tych miar rentowności (0,5% i 0,6%), różnica ta wyniosła tylko 0,1 p. p.

Tabela 1

Udział kapitału własnego i obcego[a] w finansowaniu działalności oraz podstawowe miary rentowności [b] w wybranych branżach przedsiębiorstw w Polsce w latach 2000-2006

Wyszczególnienie	2000			2002			2004			2006		
Udział kapitału własnego (KW), długoterminowego (KD) i krótkoterminowego (KK) w sumie bilansowej w %												
Branże	KW	KD	KK	KW	KD	KK	KW	KD	KK	KW	KD	KK
Rolnictwo, łowiectwo i leśnictwo	62,5	9,4	15,8	80,8	5,7	12,0	78,1	6,3	13,2	72,2	7,6	16,7
Przemysł	43,3	12,7	38,1	42,1	12,7	38,4	50,7	9,8	31,4	52,4	9,8	29,0
Budownictwo	26,3	22,0	43,0	28,3	11,7	47,9	28,0	12,7	47,4	30,1	12,8	44,5
Handel i naprawy	27,5	10,8	56,5	31,5	10,2	53,3	37,6	7,5	50,7	40,1	8,7	47,6
Ogółem	43,9	15,6	34,6	44,7	15,3	33,4	49,5	13,3	30,2	51,1	12,3	29,2
Stopa rentowności sprzedaży (ROS), aktywów (ROA) i kapitału własnego (ROE) w %												
Branże	ROS	ROA	ROE	ROS	ROA	ROE	ROS	ROA	ROE	ROS	ROA	ROE
Rolnictwo, łowiectwo i leśnictwo	4,9	2,9	4,6	-2,6	-1,2	-1,5	4,5	2,4	3,0	0,8	0,5	0,6
Przemysł	0,1	0,1	0,2	0,5	0,6	1,5	5,7	7,8	15,4	5,3	6,9	13,2
Budownictwo	1,0	1,4	5,3	-1,9	-2,8	-9,9	2,0	3,0	10,9	4,5	6,8	22,7
Handel i naprawy	1,1	2,6	9,5	0,0	0,1	0,3	2,2	6,3	16,8	2,5	6,6	16,4
Ogółem	0,5	0,7	1,5	-0,3	-0,3	-0,8	4,6	6,0	12,0	4,3	5,6	10,9

[a] W strukturze kapitałowej nie uwzględniono rezerw, w związku z tym nie sumuje się ona do 100 %.

[b] Prezentowane wskaźniki rentowności obliczono według następujących formuł:
rentowność kapitału własnego (ROE)= zysk netto/kapitał własny,
rentowność sprzedaży (ROS)= zysk netto/przychody ze sprzedaży,
rentowność aktywów (ROA)= zysk netto/aktywa ogółem.

Źródło: Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych za lata 2000-2006. GUS, Warszawa.

Zróżnicowanie poziomu i struktury rentowności w rolnictwie Unii Europejskiej

W tabeli 2 przedstawiono strukturę kapitału oraz podstawowe miary rentowności gospodarstw rolnych[3] poszczególnych krajów UE, oszacowane na podstawie unijnej bazy FADN z lat 2000-2006. Analiza tych danych prowadzi do następujących wniosków:

1. W rozpatrywanym okresie głównym źródłem finansowania majątku gospodarstw był kapitał własny. Przeciętnie w rolnictwie UE stanowił on bowiem w latach 2000-2006 ponad 80% wartości całego kapitału. Oznacza to z jednej strony, że ranga kapitału obcego jest w tym sektorze generalnie niska, z drugiej zaś, że w rolnictwie dominuje konserwatywne nastawienie do ryzyka wypłacalności i występują dość silnie ograniczone możliwości uzyskiwania korzyści ekonomicznych wynikających z tzw. efektu dźwigni finansowej (kapitałowej).
2. W analizowanym czasie zarysowała się niezbyt silna, ale zauważalna tendencja spadku udziału kapitału własnego w sumie bilansowej (z 86,3 do 80,9%), co wskazuje na symptomy coraz większego zaangażowania kapitałów zewnętrznych. Tendencja ta ma związek ze wzrostem udziału kapitału długoterminowego (z 9,9 do 14,6%), natomiast w marginalnym stopniu wynika ze zwiększenia rangi kapitału krótkoterminowego (z 3,8 do 4,5%). Zaobserwowane zmiany struktury kapitałowej wskazują więc z jednej strony na intensyfikację procesów inwestycyjnych i prorozwojowe nastawienie gospodarstw rolnych, z drugiej zaś na – wprawdzie ograniczony, ale realny do uzyskania – wzrost możliwości generowania korzyści z dźwigni kapitałowej.
3. Przeciętny kształt struktury kapitałowej oraz skala i kierunki jej zmian w rolnictwie UE ogółem są wypadkową silnego zróżnicowania tych charakterystyk pomiędzy poszczególnymi krajami UE[4]. Biorąc pod uwagę dane z 2004 roku, w którym możliwe jest porównanie wszystkich krajów UE (tab. 2) można zauważyć, że kapitał własny w najmniejszym stopniu finansuje substancję majątkową gospodarstw rolnych Danii (42,3%), Francji (62,5%), Szwecji (65,5%) oraz Holandii (66,3%). Z kolei na przeciwległym biegunie moż-

[3] Wskaźniki rentowności gospodarstw przedstawione w tabelach 2, 3 ,4, 5 obliczono według następujących formuł i przy następujących założeniach:
a) rentowność produkcji (ROS) = zysk netto/przychody z produkcji, rentowność aktywów (ROA) = zysk netto/aktywa ogółem, rentowność kapitału własnego = zysk netto/kapitał własny;
b) zysk netto = dochód z gospodarstwa – opłata pracy własnej;
c) opłata pracy własnej = liczba godzin pracy własnej × stawka opłaty za pracę własną;
d) stawka opłaty pracy własnej = stawka opłaty za pracę najemną. Przyjęcie za opłatę pracy własnej poziomu opłaty pracy najemnej jest z pewnością dyskusyjne. Niemniej taki sposób kalkulacji kosztów pracy własnej ma swoje zalety. Po pierwsze pozwala przeprowadzić kalkulację w sposób jednolity we wszystkich krajach UE, po drugie należy sądzić, że mimo wszystko odzwierciedla on w dużej mierze realia związane z opłatą (kosztami) pracy własnej w sektorze rolnym poszczególnych krajów, co nie jest bez znaczenia zarówno w przypadku szacowania wartości zysku netto, jak i przy szacowaniu rentowności kapitału własnego zainwestowanego w działalności rolniczej.

[4] Wynika to również, co oczywiste, z faktu dynamicznych procesów integracji europejskiej w badanych latach, a tym samym z różnej liczby krajów tworzących UE.

na usytuować gospodarstwa polskie (90%) oraz gospodarstwa cypryjskie, greckie, hiszpańskie, irlandzkie, włoskie, litewskie, portugalskie, słowackie i słoweńskie, w których udział kapitału własnego kształtował się w granicach 90-99,5%. Mimo znaczących różnic w ogólnej strukturze kapitałowej w obydwu porównywanych grupach, zaznacza się wyraźnie wyższa ranga kapitału długoterminowego aniżeli krótkoterminowego. Potwierdza to tym samym, wprawdzie zróżnicowaną co do natężenia, ale zgodną z uwarunkowaniami przeciętnymi w UE ogółem, tendencję do przywiązywania dużej wagi do problemu wypłacalności, szczególnie długoterminowej.

4. Z punktu widzenia głównego celu analizy zasadnicze znaczenie ma odpowiedź na pytanie: jak określona struktura kapitałowa i jej zmiany przekładają się na rentowność kapitału własnego gospodarstw rolnych? Generalnie można stwierdzić (tab. 2), że w badanych latach przeciętna rentowność kapitału własnego była bardzo niska i wahała się od –0,7 do 0,5%. Oznacza to, że zdolności do generowania nadwyżki ekonomicznej w postaci zysku netto były i są silnie ograniczone.
5. Kolejny wniosek, jaki nasuwa się z analizy danych zawartych w tabeli 2, dotyczy kierunku zmian rentowności oraz relacji między rentownością aktywów ogółem i kapitału własnego. Można bowiem zauważyć, że w badanych latach w UE ogółem zarysowała się słaba, ale zauważalna tendencja wzrostu rentowności kapitału własnego, jednakże nie miała ona większego związku ze zmianami struktury kapitałowej, ponieważ między poziomem rentowności aktywów ogółem a poziomem rentowności kapitału własnego nie wystąpiły praktycznie żadne różnice. Przeciętnie zatem efekt dźwigni kapitałowej nie występował, co sugeruje upatrywanie przyczyn poprawy rentowności w innych czynnikach, w tym głównie w rentowności produkcji (sprzedaży), rotacji majątku będącej indykatorem wydajności i sprawności wykorzystania zasobów rzeczowych, a także w poziomie kosztów finansowych oraz w tzw. efekcie podatkowym[5].

Poza ogólnymi uwarunkowaniami należy jednak mieć na uwadze, że przeciętny obraz struktury kapitałowej oraz poziomu rentowności jest w sektorze rolnictwa wypadkową silnego zróżnicowania tych charakterystyk, wynikającego z funkcjonowania w nim dużej liczby różnego typu gospodarstw. Powoduje to, że przeciętny obraz zjawisk gospodarczych w rolnictwie poszczególnych krajów jest silnie determinowany przez jego szeroko rozumianą strukturę wewnętrzną. Potwierdzeniem tego stanu rzeczy jest kształtowanie się relacji kapitałowych i rentowności według wielkości ekonomicznej gospodarstw rolnych (ESU)[6], typu rolniczego oraz metod produkcji (konwencjonalne, organiczne, konwertujące) na podstawie stanu z 2005 roku. Danych na ten temat dostarczają liczby zawarte w tabeli 3.

[5] Hipoteza ta zostanie szerzej omówiona i zweryfikowana w drugiej części artykułu.

[6] ESU (European Size Unit) – wielkość ekonomiczna gospodarstwa rolnego obliczana jako suma standardowych nadwyżek bezpośrednich działalności prowadzonych w gospodarstwie. Od 1984 roku 1 ESU wynosi 1200€.

Tabela 2

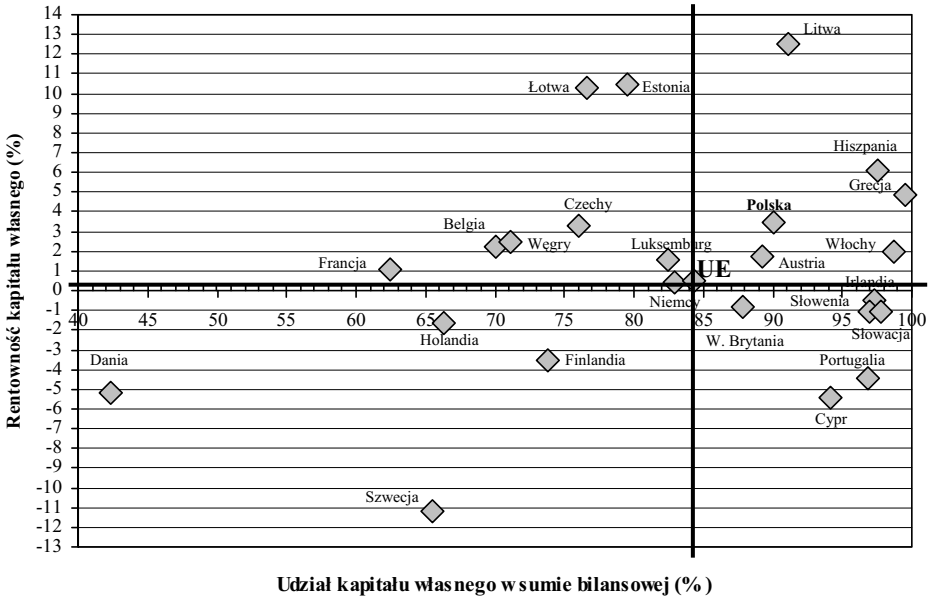
Udział kapitału własnego i obcego (długo i krótkoterminowego) w sumie bilansowej oraz rentowność produkcji, aktywów i kapitału własnego w gospodarstwach rolnych Unii Europejskiej w latach 2000-2005

Lata	2000			2001			2002			2003			2004			2005		
Udział kapitału własnego (KW), długoterminowego (KD) i krótkoterminowego (KK) w sumie bilansowej (%)																		
Kraje	KW	KD	KK	KW	KD	KK	KW	KD	KK	KW	KD	KK	KW	KD	KK	KW	KD	KK
Belgia	64,7	35,2	0,1	65,3	34,6	0,1	67,6	32,3	0,1	66,1	33,8	0,1	70,0	29,9	0,2	71,9	28,0	0,1
Cypr													94,2	4,8	0,7	97,4	2,4	0,2
Czechy													76,0	14,2	9,8	76,7	13,7	9,7
Dania	47,2	41,1	11,6	47,0	41,8	11,1	43,7	45,8	10,5	42,5	45,9	11,6	42,3	54,0	3,7	43,0	53,3	3,7
Niemcy	84,7	10,0	5,3	83,9	10,4	5,6	82,8	11,4	5,8	83,0	11,1	5,9	82,9	11,0	6,1	83,1	11,0	6,0
Grecja	99,2	0,5	0,3	99,4	0,4	0,2	99,4	0,3	0,2	99,5	0,3	0,2	99,5	0,3	0,2	99,6	0,2	0,2
Hiszpania	97,3	2,5	0,2	97,4	2,3	0,2	97,5	2,1	0,3	97,1	2,7	0,2	97,5	2,2	0,3	97,3	2,2	0,5
Estonia													79,5	12,0	8,5	76,0	14,5	9,4
Francja	63,5	23,0	13,5	63,5	23,1	13,4	61,8	24,7	13,6	63,2	23,3	13,5	62,5	24,0	13,6	61,7	24,5	13,8
Węgry													71,1	17,9	11,0	71,1	16,6	12,3
Irlandia	96,4	2,9	0,7	96,6	2,8	0,6	97,0	2,5	0,5	96,8	2,6	0,6	97,3	2,2	0,4	97,9	1,8	0,3
Włochy	99,3	0,6	0,1	99,1	0,8	0,1	99,2	0,8	0,0	98,7	1,2	0,1	98,7	1,1	0,2			
Litwa													91,1	3,5	5,3	87,7	6,2	6,1
Luksemburg	86,5	11,5	2,0	85,3	12,7	2,1	83,3	14,2	2,5	82,6	14,7	2,7	82,5	15,0	2,5	83,6	14,2	2,3
Łotwa													76,6	15,0	8,4	71,3	19,5	9,1
Holandia	72,0	26,1	1,9	68,1	26,3	5,6	68,3	26,1	5,6	66,8	28,1	5,1	66,3	28,6	5,0	66,3	29,2	4,6
Austria	88,1	8,3	3,6	89,0	7,7	3,3	88,8	7,8	3,5	90,4	6,9	2,7	89,2	8,0	2,7	89,1	8,0	2,9
Polska													90,0	7,1	2,9	89,6	7,3	3,1
Portugalia	96,3	1,8	1,9	96,2	2,3	1,4	95,8	2,0	2,2	96,2	2,4	1,4	96,8	1,5	1,7	96,8	1,4	1,8
Finlandia	76,2	22,3	1,5	76,4	21,8	1,7	76,0	22,2	1,8	74,0	24,2	1,8	73,8	24,3	1,9	71,8	26,5	1,6
Szwecja	65,9	25,5	8,6	67,6	25,1	7,3	65,8	26,4	7,8	66,4	27,6	6,0	65,5	28,6	5,8			
Słowacja													97,0	1,8	1,2	95,8	2,2	2,0
Słowenia													97,8	2,1	0,0			
W.Brytania	87,2	5,8	7,0	87,5	5,6	6,9	87,6	5,7	6,7	87,6	5,8	6,6	87,8	5,7	6,5			
UE	86,3	9,9	3,8	85,6	10,3	4,1	85,6	10,4	4,0	84,2	11,5	4,3	84,3	11,6	4,0	80,9	14,6	4,5

cd. tab. 2

Lata	2000			2001			2002			2003			2004			2005		
Rentowność produkcji (ROS), aktywów ogółem (ROA) i kapitału własnego (ROE) w %																		
Kraje	ROS	ROA	ROE	ROS	ROA	ROE	ROS	ROA	ROE	ROS	ROA	ROE	ROS	ROA	ROE	ROS	ROA	ROE
Belgia	10,8	4,8	7,4	10,0	4,5	6,8	3,6	1,4	2,1	8,0	3,4	5,1	3,7	1,5	2,2	6,4	2,5	3,5
Cypr													-25,7	-5,1	-5,4	-15,5	-2,1	-2,1
Czechy													6,7	2,5	3,3	3,2	1,1	1,4
Dania	-5,3	-1,2	-2,6	-7,6	-1,7	-3,6	-17,6	-3,3	-7,6	-16,8	-3,1	-7,2	-13,0	-2,2	-5,2	-8,6	-1,4	-3,3
Niemcy	-0,6	-0,1	-0,2	-3,2	-0,7	-0,8	-5,6	-1,1	-1,4	-5,2	-1,1	-1,3	1,5	0,3	0,4	0,5	0,1	0,1
Grecja	27,5	6,3	6,4	22,7	5,2	5,2	30,9	7,8	7,9	25,0	6,1	6,1	20,4	4,9	4,9	20,8	5,3	5,3
Hiszpania	31,6	6,5	6,7	26,3	5,0	5,2	29,3	5,2	5,3	30,2	6,1	6,3	28,7	6,0	6,1	21,2	3,6	3,7
Estonia													24,8	8,3	10,5	18,6	6,7	8,9
Francja	-0,2	-0,1	-0,2	-0,6	-0,2	-0,4	5,5	2,2	3,6	2,9	1,1	1,8	1,8	0,7	1,1	0,8	0,3	0,5
Węgry													4,3	1,8	2,5	4,5	1,8	2,6
Irlandia	0,8	0,1	0,1	-2,0	-0,2	-0,2	-2,2	-0,1	-0,2	-0,6	-0,04	-0,05	-7,6	-0,5	-0,5	-6,3	-0,3	-0,3
Włochy	-2,6	-0,2	-0,2	-3,1	-0,3	-0,3	2,5	0,3	0,3	7,9	1,3	1,3	10,8	1,9	2,0			
Litwa													38,3	11,3	12,5	33,0	8,6	9,8
Luksemburg	13,1	2,0	2,3	12,5	1,9	2,2	7,2	1,1	1,3	9,8	1,4	1,7	9,5	1,4	1,6	9,5	1,3	1,6
Łotwa													19,5	7,9	10,3	19,0	7,1	9,9
Holandia	1,6	0,3	0,5	-1,4	-0,3	-0,4	-6,0	-1,1	-1,7	-3,1	-0,6	-0,9	-5,5	-1,0	-1,6	-0,7	-0,1	-0,2
Austria	9,5	1,7	1,9	15,4	2,8	3,1	12,9	2,2	2,5	8,5	1,3	1,4	9,7	1,5	1,7	10,0	1,5	1,7
Polska													11,8	3,1	3,5	10,8	3,0	3,3
Portugalia	-29,5	-6,3	-6,5	-20,3	-4,8	-5,0	-16,9	-4,3	-4,5	-15,0	-3,6	-3,7	-17,6	-4,3	-4,4	-11,4	-2,8	-2,8
Finlandia	-10,3	-2,3	-3,0	-8,5	-1,9	-2,5	-5,4	-1,2	-1,6	-10,3	-2,3	-3,1	-12,3	-2,6	-3,5	-13,0	-2,5	-3,5
Szwecja	-37,8	-8,2	-12,5	-32,9	-7,1	-10,5	-28,8	-6,4	-9,7	-28,6	-6,2	-9,4	-33,0	-7,3	-11,2			
Słowacja													-4,3	-1,0	-1,1	-4,6	-1,1	-1,1
Słowenia													-14,8	-1,1	-1,1			
W.Brytania	-7,3	-1,3	-1,5	-4,7	-0,8	-0,9	-1,3	-0,2	-0,3	4,2	0,8	0,9	-3,7	-0,7	-0,8			
UE	-1,2	-0,2	-0,3	-2,9	-0,6	-0,7	-0,2	-0,03	-0,04	0,7	0,2	0,2	1,9	0,4	0,5	1,2	0,3	0,3

Źródło: Obliczenia własne na podstawie FADN (http://ec. europa. eu/agriculture/rica/database/).



Rys. 1. Rentowność kapitału własnego (%) i udział kapitału własnego w sumie bilansowej w gospodarstwach rolnych krajów Unii Europejskiej w 2004 roku.
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z tabeli 2.

Ich analiza prowadzi do następujących wniosków:

W układzie wielkości ekonomicznej (ESU) związek między strukturą kapitałową a poziomem rentowności jest bardzo widoczny. Generalnie można zauważyć, że wraz ze wzrostem ESU wzrasta udział kapitałów zewnętrznych, a maleje udział kapitału własnego, i co szczególnie ważne, bardzo wyraźnie i szybciej niż rentowność aktywów zwiększa się rentowność kapitału własnego. Szczegółowa analiza danych tabeli 3 wskazuje również, że korzystny efekt dźwigni kapitałowej (ROA<ROE) ujawnia się na poziomie większym niż 16 ESU, tj. przy stopniu sfinansowania majątku kapitałem własnym nie większym niż około 90% (w Polsce 86,7%, w UE 89,5%). Zależność ta jest widoczna zarówno w UE ogółem jak i w Polsce, a jej wyrazistość ulega wzmocnieniu wraz ze wzrostem ESU. Zauważyć jednak można, że w rozpatrywanym przekroju krajowe gospodarstwa wyróżniają się pod względem struktury kapitału obcego. Z liczb tabeli 3 wynika, że cechują się one na każdym poziomie ESU większym aniżeli przeciętnie w UE udziałem kapitału krótkoterminowego. Można zatem stwierdzić, że przywiązują relatywnie większą wagę do wypłacalności długoterminowej aniżeli płynności finansowej. Zmniejsza to wprawdzie ryzyko finansowe działalności, jednak również może przekładać się na wolniejsze tempo rozwoju z tytułu ograniczonych możliwości inwestycyjnych. Podkreślić należy również, że korzyści płynące z bardziej agresywnego (prorynkowego) nastawienia gospodarstw, wyznaczonego m.in. przez ogólną strukturę kapitałową,

są w układzie ESU w polskim rolnictwie większe aniżeli przeciętnie w UE. Taki wniosek nasuwa się z porównań ROA i ROE, i jak wynika z danych tabeli 3, jest on także w dużej mierze powiązany z relatywnie większą rentownością produkcji. Przykładowo, biorąc pod uwagę gospodarstwa z klasy powyżej 100 ESU można zauważyć, że przy zbliżonym udziale kapitału własnego w sumie bilansowej (66-69%), rentowność aktywów ogółem i kapitału własnego wynosi odpowiednio: w Polsce 14,4% i 20,8%, natomiast średnio w UE 3,5% i 5,3%[7]. Efekt dźwigni kapitałowej (ROE – ROA) w największych gospodarstwach wynosił zatem w Polsce 6,4 p. p., natomiast przeciętnie w UE nie przekraczał 1,8 p. p. Oznacza to, że efekt prorynkowej strategii kształtowania kapitału był w tej klasie ESU w Polsce ponad 3,5 krotnie większy aniżeli przeciętnie w UE. Warto zauważyć, że w podobnej skali różnice te występują przy porównaniu gospodarstw rolnych z klasy 8-16 ESU, 16-40 ESU i 40-100 ESU. Podsumowując, o istotnej zdolności pomnażania bogactwa właścicieli gospodarstw rolnych można praktycznie mówić przy ich wielkości ekonomicznej nie mniejszej niż 16 ESU.

Oznacza to jednak konieczność zarówno znaczącego wzrostu potencjału wytwórczego, jak i szerszego zaangażowania kapitału obcego finansującego nie mniej niż 15% majątku. Jest to oczywiście wielkość przybliżona, nie mniej w układzie klas wielkości ekonomicznej jest ona wyznacznikiem dodatniego poziomu rentowności kapitału własnego.

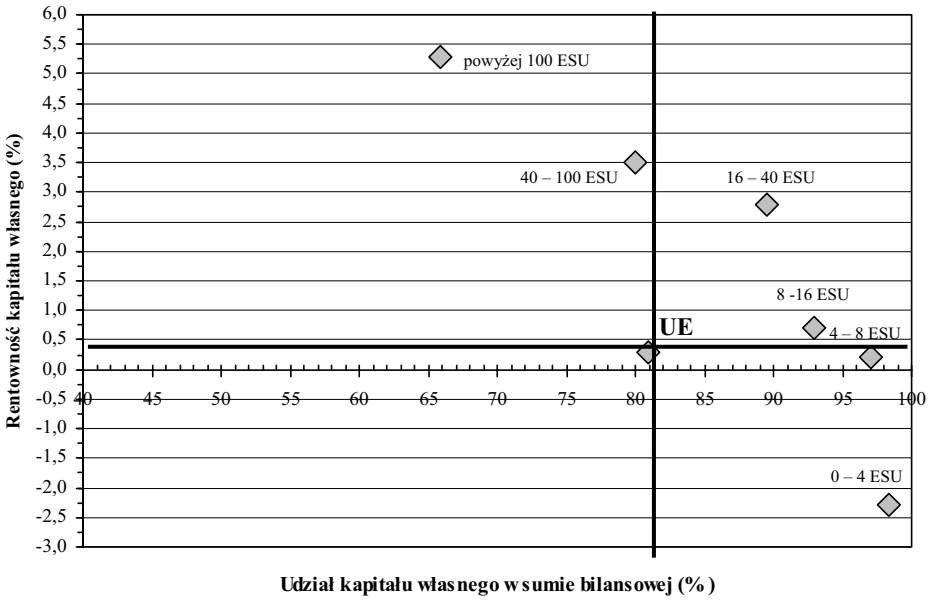
Kolejnym przekrojem, według którego analizowano powiązanie struktury kapitałowej z rentownością, jest typ rolniczy gospodarstwa rolnego. Dane analityczne dotyczące tego przekroju (według stanu w 2005 roku) dla rolnictwa polskiego i w UE zestawiono w tabeli 4. Ich analiza uzasadnia postawienie następujących wniosków ogólnych i szczegółowych:

1. Przeciętnie w UE najmniejszym udziałem kapitału własnego w sumie bilansowej legitymowały się gospodarstwa ogrodnicze (TF-20) oraz gospodarstwa z chowem zwierząt ziarnożernych żywionych paszami treściwymi (TF-50). W tych gospodarstwach udział ten wynosił odpowiednio: 62,2% i 66,6% i wiązał się z relatywnie największym zaangażowaniem zewnętrznych kapitałów długoterminowych (28,2% i 26,6%). Gospodarstwa o tych typach rolniczych uzyskiwały dodatni, aczkolwiek silnie zróżnicowany po-

[7] Należy również pamiętać, że przyjęty w pracy sposób kalkulacji rentowności za pomocą zysku netto, szacowanego jako różnica między dochodem z gospodarstwa a kosztami pracy własnej, wiąże się w krajowych realiach nie tylko z generalnie niskim poziomem dochodów, ale również z relatywnie niskimi kosztami pracy. Warto podkreślić, że w 2005 roku stawka opłaty pracy najemnej w gospodarstwach rolnych, którą przyjęto za ekwiwalent kosztów pracy własnej, wynosiła przeciętnie w UE 5,95€, podczas gdy w polskim rolnictwie wynosiła tylko 1,57€. Tak rozumiane koszty pracy były więc w krajowym rolnictwie w 2005 roku o ponad 73% niższe. Różnice w tym zakresie między krajami UE są jeszcze większe. Przykładowo opłata pracy najemnej za 1 godzinę w krajach takich jak: Holandia, Szwecja, Dania wynosiła odpowiednio: 13,27€, 16,52€ i 18,90€, natomiast w Polsce, jak i na Litwie (1,45€) i Łotwie (1,60€) nie przekraczała 2€ (obliczenia własne na podstawie europejskiej bazy danych FADN, http://ec.europa.eu/agriculture/rica/database/).

ziom rentowności kapitału własnego (0,7% i 8,2%), który był znacząco wyższy od rentowności aktywów ogółem. Można więc w ich przypadku mówić o korzystnym oddziaływaniu dźwigni kapitałowej. Podobne wnioski nasuwają się z analizy tych typów rolniczych w Polsce. Z danych tabeli 4 wynika bowiem, że mają one również strukturę kapitałową w większym aniżeli przeciętnie stopniu określoną przez kapitał obcy i uzyskały przy tej strukturze relatywnie wysoką rentowność kapitału, wyraźnie wyższą od rentowności aktywów.

2. W relatywnie najwyższym stopniu w UE finansowały majątek kapitałem własnym gospodarstwa z uprawami trwałymi – drzewa, krzewy owocowe, cytrusy (TF-32); gospodarstwa ukierunkowane na chów zwierząt żywionych w systemie wypasowym – owce, kozy i inne, bez krów mlecznych (TF-44) oraz gospodarstwa z gajami oliwnymi (TF-33). Ranga kapitału obcego była w nich marginalna, a udział kapitału własnego wynosił od 90,8% do 98,6%. Te typy rolnicze uzyskiwały dodatni poziom rentowności kapitału własnego, był on jednak dość niski i w zasadzie porównywalny z poziomem rentowności aktywów. Można zatem w tym przypadku powiedzieć o braku oddziaływania dźwigni kapitałowej, co jest w pełni zbieżne z ich strukturą kapitału. Dość podobnie kształtują się te relacje w krajowym rolnictwie. Poza produkcją oliwek, która w Polsce nie występuje, i w tych typach gospodarstw relatywnie wyższy jest udział kapitału własnego (ponad 90%) oraz, przy nieco innych poziomach rentowności, brak efektu dźwigni kapitałowej.



Rys. 2. Rentowność kapitału własnego (%) i udział kapitału własnego w sumie bilansowej gospodarstw rolnych w Unii Europejskiej ogółem według wielkości ekonomicznej (ESU) w 2005 roku

Tabela 3

Udział kapitału własnego i kapitałów obcych w sumie bilansowej oraz rentowność produkcji, aktywów i kapitału własnego w gospodarstwach według klas wielkości ekonomicznej (ESU) w rolnictwie Polski (PL) i rolnictwie Unii Europejskiej ogółem (UE) w 2005 roku

Klasy ekonomicznej wielkości gospodarstw rolnych (ESU)	Udział kapitału własnego (KW), kapitału długoterminowego (KD), kapitału krótkoterminowego (KK) w sumie bilansowej (%)						Rentowność produkcji (ROS), rentowność aktywów (ROA), rentowność kapitału własnego (ROE) (%)					
	PL			UE			PL			UE		
	KW	KD	KK	KW	KD	KK	ROS	ROA	ROE	ROS	ROA	ROE
0 - < 4 ESU	96,3	2,6	1,2	98,4	0,9	0,7	-13,2	-2,8	-2,9	-16,8	-2,3	-2,3
4 - < 8 ESU	93,7	4,4	1,9	97,0	1,7	1,3	3,8	0,9	1,0	1,6	0,2	0,2
8 - < 16 ESU	91,9	5,7	2,4	92,9	5,6	1,5	18,6	4,8	5,2	4,2	0,6	0,7
16 - < 40 ESU	86,7	9,9	3,4	89,5	8,0	2,5	29,5	8,7	10,0	14,9	2,5	2,8
40 - < 100 ESU	78,9	15,6	5,5	80,0	15,1	4,9	29,7	10,7	13,5	12,5	2,8	3,5
> = 100 ESU	69,1	19,0	11,9	65,9	26,3	7,8	26,8	14,4	20,8	11,6	3,5	5,3
Ogółem w PL lub UE	89,6	7,3	3,1	80,9	14,6	4,5	10,8	3,0	3,3	1,2	0,3	0,3

Źródło: Obliczenia własne na podstawie FADN (http://ec. europa. eu/agriculture/rica/database/).

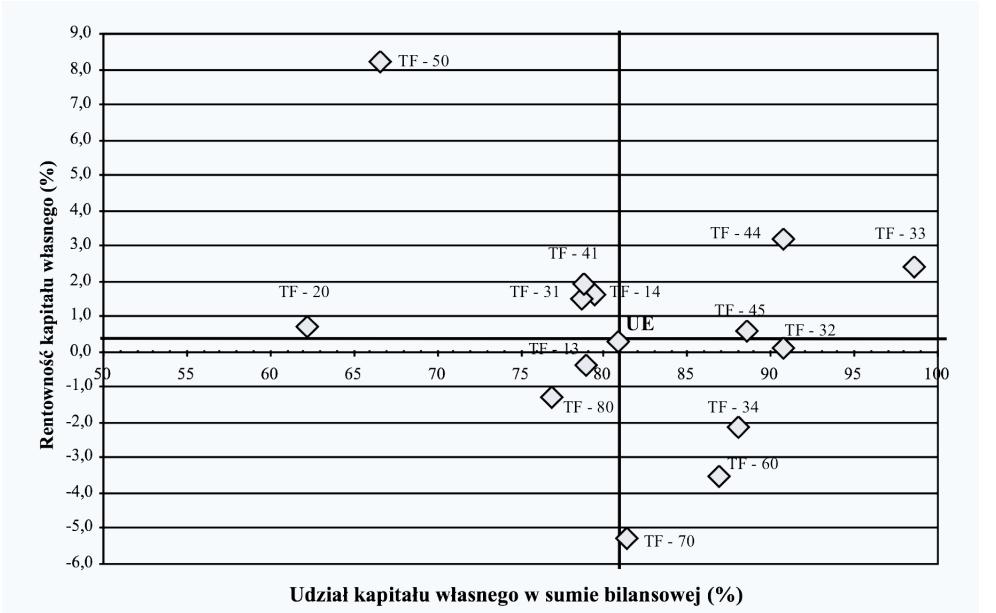
Tabela 4

Udział kapitału własnego i kapitałów obcych w sumie bilansowej oraz rentowność produkcji, aktywów i kapitału własnego w gospodarstwach według typów rolniczych (TF) w Polsce (PL) i UE ogółem (UE) w 2005 roku

Typy rolnicze gospodarstw (TF) [a]	Udział kapitału własnego (KW), długoterminowego (KD), krótkoterminowego (KK) w sumie bilansowej (%)						Rentowność produkcji (ROS), aktywów (ROA), kapitału własnego (ROE) w %					
	PL			UE			PL			UE		
	KW	KD	KK	KW	KD	KK	ROS	ROA	ROE	ROS	ROA	ROE
TF-13	80,5	13,2	6,2	78,9	15,6	5,5	11,3	3,1	3,9	-1,7	-0,3	-0,4
TF-14	88,1	8,0	3,9	79,4	15,5	5,0	20,4	6,7	7,6	5,8	1,3	1,6
TF-20	74,8	20,5	4,8	62,2	28,2	9,6	14,2	6,3	8,5	0,8	0,4	0,7
TF-31	-	-	-	78,7	11,7	9,5	-	-	-	4,4	1,2	1,5
TF-32	90,4	7,1	2,6	90,8	6,2	2,9	14,4	3,1	3,4	0,5	0,1	0,1
TF-33	-	-	-	98,6	0,2	1,1	-	-	-	18,9	2,4	2,4
TF-34	88,5	9,4	2,1	88,1	8,8	3,2	30,2	9,6	10,9	-7,3	-1,8	-2,1
TF-41	91,9	6,2	1,9	78,8	18,1	3,1	19,3	4,3	4,7	9,0	1,5	1,9
TF-44	96,2	2,9	0,8	90,8	7,3	1,9	-5,5	-0,8	-0,8	18,4	2,9	3,2
TF-45	89,7	7,5	2,7	88,5	8,6	2,9	21,4	4,9	5,5	4,3	0,5	0,6
TF-50	83,9	10,8	5,2	66,6	26,6	6,7	18,7	9,8	11,6	11,6	5,5	8,2
TF-60	94,5	3,4	2,1	86,9	9,1	4,1	2,6	0,5	0,6	-12,8	-3,1	-3,5
TF-70	95,6	2,8	1,6	81,4	13,8	4,9	-31,3	-6,0	-6,3	-16,3	-4,3	-5,3
TF-80	92,2	4,9	2,9	76,9	17,5	5,6	-12,7	-2,9	-3,2	-4,2	-1,0	-1,3
Ogółem	89,6	7,3	3,1	80,9	14,6	4,5	10,8	3,0	3,3	1,2	0,3	0,3

[a] TF-13: uprawy polowe: zboża, oleiste, strączkowe; TF-14: inne uprawy polowe, TF-20: uprawy ogrodnicze; TF-31: winnice; TF-32: uprawy trwałe: drzewa, krzewy owocowe, cytrusy; TF-33: uprawy trwałe: gaje oliwne; TF-34: pozostałe uprawy trwałe; TF-41: bydło mleczne; TF-44: zwierzęta żywione w systemie wypasowym (bez krów mlecz.): owce, kozy i inne; TF-45: mieszany bydlęcy: bydło mleczno-hodowlano-opasowe; TF-50: zwierzęta ziarnożerne żywione paszami treściwymi; TF-60: mieszany roślinny; TF-70: mieszany zwierzęcy; TF-80: mieszany roślinno-zwierzęcy.

Źródło: Obliczenia własne na podstawie FADN (http://ec. europa. eu/agriculture/rica/database/).



Rys. 3. Rentowność kapitału własnego (%) i udział kapitału własnego w sumie bilansowej w rolnictwie Unii Europejskiej według typów rolniczych w 2005 roku (symbole TF i szczegółowy rodzaj typu rolniczego jak w tab. 4).

3. W pozostałych, zaprezentowanych w tabeli 4, typach rolniczych struktura kapitałowa gospodarstw jest porównywalna ze średnią w UE, zróżnicowane są jednak wyraźnie stopy rentowności. Oznacza to, że rentowność jest w nich kształtowana także przez inne, aniżeli relacje kapitałowe, czynniki. Trudno również nie dostrzec wyraźnych podobieństw z polskim rolnictwem. W tej grupie znajdują się bowiem zarówno gospodarstwa rentowne oraz nierentowne, jak i gospodarstwa o relatywnie wyższym lub niższym wkładzie kapitału własnego. Porównanie wszystkich typów rolniczych gospodarstw w Polsce i UE potwierdza jednak wcześniejsze wnioski co do znacznie mniejszego zaangażowania w krajowym rolnictwie kapitałów zewnętrznych, korzystniejszego kształtowania się stóp rentowności oraz – wprawdzie słabego – ale zauważalnego efektu dźwigni kapitałowej.

Ostatnim przekrojem, według którego badano związki struktury kapitałowej z rentownością, są metody produkcji stosowane w gospodarstwach rolnych. Wyniki tych badań, na przykładzie danych z 2005 roku, zaprezentowano w tabeli 5, której analiza uzasadnia postawienie następujących wniosków:

1. W gospodarstwach stosujących konwencjonalne (tradycyjne) metody produkcji zarówno struktura kapitałowa, jak i poziom poszczególnych miar rentowności, nie odbiegały od wielkości przeciętnych charakterystycznych dla polskiego rolnictwa lub EU ogółem. Brak różnic jest w tym przypadku oczywisty i wynika wprawdzie z rosnącej, ale współcześnie nadal mało znaczą-

cej – zarówno w Polsce, jak i Unii Europejskiej – liczby gospodarstw stosujących organiczne lub inne niż konwencjonalne metody produkcji rolniczej. Niemniej również i w tym przekroju analitycznym dostrzegalne są wyraźne różnice między rolnictwem polskim a UE ogółem. W Polsce gospodarstwa rolne wytwarzające tradycyjnymi metodami finansowały majątek kapitałem własnym w większym stopniu (89,4%) aniżeli przeciętnie w UE (81,1%) i uzyskiwały przy tym znacznie wyższą stopę zwrotu z tego kapitału, ale nie tyle z tytułu efektu dźwigni finansowej, ile z relatywnie wysokiej rentowności produkcji[8]. Z danych tabeli 5 wynika bowiem, że różnice między ROA i ROE są w krajowym rolnictwie generalnie małe (w przedziale 0,1-04), natomiast poziom ROS jest kilkakrotnie wyższy niż rentowność kapitału własnego i aktywów.

2. Na tle uwarunkowań przeciętnych rolnictwa UE, pod względem struktury kapitału i rozpatrywanych miar rentowności, nieznacznie wyróżniają się gospodarstw organiczne. Można jednak zauważyć, że przy porównywalnym udziale kapitału własnego w sumie bilansowej uzyskują one jeszcze niższe niż gospodarstwa konwencjonalne stopy zwrotu. Z kolei w polskim rolnictwie różnice te są bardzo wyraźne i wskazują z jednej strony na pierwszorzędne znaczenie kapitału własnego (96,7%) w finansowaniu majątku, z drugiej zaś na relatywnie wysoką rentowność produkcji (23,7%), aktywów (4,0%) i kapitału własnego (4,2%) oraz brak występowania efektu dźwigni kapitałowej. Oznacza to, że w polskich gospodarstwach organicznych decydujące znaczenie dla rentowności kapitału własnego ma przede wszystkim rentowność produkcji (sprzedaży), która jest blisko dwukrotnie wyższa aniżeli przeciętnie.
3. Również ostatnia analizowana grupa – gospodarstwa konwertujące, tj. przechodzące na wytwarzanie metodami organicznymi lub na inne systemy wytwórcze – nie wyróżnia się pod względem struktury kapitałowej, natomiast dość wyraźnie zaznaczają się w tej grupie korzystniejsze stopy zysku, które są około trzykrotnie wyższe w stosunku do przeciętnej w UE ogółem. Biorąc z kolei pod uwagę polskie gospodarstwa, będące w trakcie przechodzenia z metod konwencjonalnych na inne, nie trudno dostrzec, że – podobnie jak w gospodarstwach organicznych – marginalną rolę odgrywają w nich kapitały obce (4,3%). Jednakże, w przeciwieństwie do średniej unijnej, jak i krajowych gospodarstw konwencjonalnych i organicznych, cechowały się one ujemnymi stopami rentowności. Sytuację tę można interpretować dwojako. Po pierwsze, może ona wynikać z wysokich kosztów szeroko rozumianej reorganizacji tych gospodarstw, co jednak w przyszłości stwarza duże szanse na odzyskanie zdolności do generowania zysków. Po drugie, na skutek ograniczonych możliwości inwestycyjnych, jej przyczyną mogą być tzw. zmiany inkrementalne (cząstkowe), które ograniczają w sposób zasadniczy efektywność tych zmian.

[8] Zob. uwagi w przypisie nr 7.

Tabela 5

Udział kapitału własnego i kapitałów obcych w sumie bilansowej oraz rentowność produkcji, aktywów i kapitału własnego w gospodarstwach według typów rolniczych (TF) w rolnictwie Polski (PL) i rolnictwie ogółem Unii Europejskiej (UE) w 2005 roku

Typy gospodarstw według metody produkcji rolniczej	Udział kapitału własnego (KW), kapitału długoterminowego (KD), kapitału krótkoterminowego (KK) w sumie bilansowej (%)						Rentowność produkcji (ROS), rentowność aktywów (ROA), rentowność kapitału własnego (ROE) (%)					
	PL			UE			PL			UE		
	KW	KD	KK	KW	KD	KK	ROS	ROA	ROE	ROS	ROA	ROE
Konwencjonalne	89,4	7,4	3,2	81,0	14,4	4,6	10,8	3,0	3,4	1,0	0,2	0,3
Organiczne	96,7	2,1	1,2	79,1	17,7	3,2	23,7	4,0	4,2	0,8	0,1	0,2
Konwertujące	95,7	2,6	1,7	79,1	16,2	4,7	-2,8	-0,4	-0,4	3,2	0,9	1,1
Ogółem w PL lub UE	89,6	7,3	3,1	80,9	14,6	4,5	10,8	3,0	3,3	1,2	0,3	0,3

Źródło: Obliczenia własne na podstawie FADN (http://ec. europa. eu/agriculture/rica/database/).

Podsumowanie

W ujęciu sektorowym gospodarki krajowej rolnictwo wyróżnia się najwyższym udziałem kapitału własnego w sumie bilansowej i bardzo niską jego rentownością. Podobnie kształtuje się sytuacja w tym zakresie w rolnictwie UE, w którym kapitał własny stanowi przeciętnie ponad 80% wartości kapitału ogółem, a rentowność kapitału własnego jest bliska zeru. Oznacza to po pierwsze, że ranga kapitału obcego jest w tym sektorze niska, po drugie, że akumulacja kapitału poprzez przyrost zysku praktycznie nie występuje i po trzecie, że w rolnictwie dominuje konserwatywne nastawienie do ryzyka wypłacalności i tym samym możliwości uzyskiwania korzyści ekonomicznych wynikających z efektu dźwigni finansowej (kapitałowej) są znacznie ograniczone. Przeciętny obraz struktury kapitałowej oraz poziomu rentowności jest jednak w rolnictwie silnie zróżnicowany z uwagi na występowanie różnego typu gospodarstw. Przeprowadzone badania wykazały bowiem, że zarówno w Polsce, jak i przeciętnie w UE relatywnie wysoki poziom rentowności kapitału własnego uzyskiwały gospodarstwa o wielkości ekonomicznej przekraczającej 16 ESU, gospodarstwa ogrodnicze oraz gospodarstwa z chowem zwierząt ziarnożernych żywionych paszami treściwymi. Ich wspólnym wyznacznikiem jest na ogół wyraźnie wyższy wkład kapitału obcego oraz wyraźnie wyższa od rentowności aktywów ogółem rentowność kapitału własnego. Wielkość ekonomiczna gospodarstw, typ rolniczy, czy ogólna struktura kapitałowa nie są jednak jedynymi czynnikami determinującymi zdolność uzyskiwania dodatniej stopy zwrotu z kapitału własnego. W świetle koncepcji wypracowanych przez teorię finansów, przyczyny zmienności tej stopy mogą wiązać się również z: rentownością sprzedaży, sprawnością (obrotowością) majątku, zarządzaniem kosztami finansowymi oraz ze sferą fiskalną. Uwzględnienie tych czynników w postaci mnożnikowego i regresyjnego modelu przyczynowo-skutkowego znacznie rozszerza możliwości interpretacyjne i zostanie przedstawione w drugiej części artykułu.

Literatura:

1. Errington A., Gasson R.: Farming system and the farm family business /w:/ Rural and farming system analysis. European Perspectives. CAB International, 1994.
2. FADN: Farm Accountancy Data Network (http://ec. europa. eu/agriculture/rica/database/), 2008.
3. Gorynia M.: Zachowania przedsiębiorstw w okresie transformacji. Mikroekonomia przejścia. AE, Poznań 1998.
4. Gorynia M.: Teoria przedsiębiorstwa w okresie transformacji. Ekonomista, nr 2, 2000.
5. Gruszecki T.: Uwagi o zasadzie maksymalizacji zysku. Ekonomista, nr 4, 1994.
6. Gruszecki T.: Współczesne teorie przedsiębiorstwa. PWN, Warszawa 2002.
7. Majewski E., Ziętara W.: System celów w rolniczych gospodarstwach rodzinnych. Zagadnienia Ekonomiki Rolnej, nr 6, 1997.
8. Nieć D.: Strategie zarządzania zwiększające rentowność gospodarstw rolniczych. Materiały z konferencji: Rachunkowość rolnicza wobec wyzwań XXI wieku. Rachunko-

wość na potrzeby zarządzania. SGGW, Warszawa (2000), [http://ekr.rgr.sggw.pl/konfer/dok/niec.doc].

9. Noga A.: Cele przedsiębiorstw. Kontrowersje teoretyczne. Ekonomista, nr 6, 1996.
10. Robinson M.: Classification and identification of relevant business objectives. Farm Management, vol. 10, nr 8, 2000.
11. Skoczyłas W.: Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw. PWE, Warszawa 2007.
12. Sulewski P.: Cele rolników z rodzinnych gospodarstw towarowych. Roczniki Naukowe SERiA, tom IX, zeszyt 1, 2007.