

JUSTYNA FRANCO-DĄBROWSKA  
PAWEŁ KOBUS  
Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego  
Warszawa

## KOSZT KAPITAŁU WŁASNEGO – DYLEMATY WYCENY

### Wprowadzenie

Problematyka wyceny kosztu kapitału własnego jest szeroko rozpatrywana, a mimo to nadal wzbudza kontrowersje. Potrzeba jego wyceny zasadniczo nie budzi wątpliwości, jednak nie wszyscy są zgodni co do tego, jak koszt kapitału traktować i jak go szacować. Niespotykanym dotychczas podejściem jest rozważanie wyceny kosztu kapitału własnego z punktu widzenia teorii kosztów transakcyjnych. Podejście to może być dyskusyjne, jednakże w czasie, kiedy dużą wagę przywiązuje się do transakcji, kosztów alokacji zasobów w celu ich najbardziej efektywnego wykorzystania, taka perspektywa wydaje się uzasadniona. Jeszcze rzadziej spotykanym w badaniach naukowych jest uwzględnienie opinii kierownictwa przedsiębiorstw na istotę kosztu kapitału własnego, potrzebę jego szacowania oraz jego poziom. Badania takie, opierające się na szerokich studiach literaturowych oraz badaniach własnych, autorzy opracowania uznali za przydatne, bowiem wbrew ustaleniom w zakresie konieczności szacowania kosztu kapitału własnego w teorii, praktyka gospodarcza kieruje się własnymi wymogami.

### Wyniki studiów literaturowych

Ideę kosztów transakcyjnych sformułował Coase i przedstawił w pracy *The Theory of Social Cost* twierdząc, że jeśli koszty transakcyjne są zerowe, to zewnętrzne korzyści i straty nie stwarzają żadnego rodzaju „zawodności rynku”; podmioty ekonomiczne, na które oddziałują korzyści i straty zewnętrzne, zawsze zbliżają się do siebie, aby ze sobą negocjować [2, 7, 21]. Założenia te stały się podstawą nowej ekonomii instytucjonalnej. Daniłowska uważa, że datą narodzin nowej ekonomii instytucjonalnej jest 1937 r., w którym został opublikowany artykuł Coase pt. *The nature of the firm* [12].

Jak podaje Borchuch, według Williamsona procesy i transakcje gospodarcze przybierają takie formy i struktury organizacyjne, które przyczyniają się do oszczędności na kosztach transakcyjnych [3]. Za taki koszt można uznać koszt

kapitału własnego, przede wszystkim ze względu na jego rzadkość. Szczególnie że, jak twierdzi Chotkowski, koszty transakcyjne mają znaczenie w działaniach jednostek ukierunkowanych na rozwiązanie problemu rzadkości zasobów [5]. Takim rzadkim zasobem bez wątplenia pozostaje kapitał własny. Rozwój przedsiębiorstw uwarunkowany jest tworzeniem dodatkowej wartości. Współczesne finanse poszukują narzędzi pozwalających na identyfikację i ocenę korzyści dla właścicieli. Jednym z zagadnień szeroko dyskutowanych jest konieczność (lub brak potrzeby) włączenia kosztu kapitału własnego do rachunku ekonomicznego, co pozwoliłoby na określenie faktycznego zysku (straty) z prowadzonej działalności. Obecnie nie ma wątpliwości co do potrzeby szacowania kosztu kapitału własnego, problematycznym nadal pozostaje sposób jego wyceny. Ostatecznie bowiem miarą oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa powinien być zysk ekonomiczny, a nie księgowy [8, 16, 23, 25, 29]. Także Chrupczalski stwierdza, że w ocenie zmian ekonomicznych i ocenie efektywności powinno się te koszty uwzględniać [6]. Nie wszyscy się jednak z tym poglądem zgadzają. Różański zastanawia się nad poprawnością metodologiczną szacowania kosztu kapitału własnego (np. zysku zatrzymanego). Swoje wątpliwości argumentuje tym, że przeważnie koszt tego kapitału ustala się na podstawie najwyższej szacowanej stopy kapitału spośród odrzuconych inwestycji (alternatywnych). W efekcie powoduje to skutek w postaci sumowania kosztów kapitałowych rzeczywistych i alternatywnych [22].

Metody pozwalające na wycenę kosztu kapitału własnego możliwe są do zastosowania przede wszystkim w spółkach, które prowadzą ewidencję księgową, w mniejszym stopniu odnoszą się do pozostałych grup przedsiębiorstw. Interesującą propozycję przedstawił Kulawik [20], który zmodyfikował model wyceny aktywów kapitałowych i wprowadził korektę współczynnika  $\beta$  dla przedsiębiorstw rolniczych. Przyjęcie indywidualizacji ryzyka dla tych przedsiębiorstw z uwzględnieniem ich działalności operacyjnej wydaje się słuszne, a nawet konieczne, zwłaszcza w przedsiębiorstwach rolniczych. W nich bowiem wyniki ekonomiczno-finansowe uzależnione są od biologicznych możliwości wzrostu i rozwoju roślin i zwierząt, a także od warunków klimatycznych.

W literaturze finansów przyjmuje się powszechnie, że najtańszym źródłem finansowania działalności jest zysk zatrzymany. Nie zawsze jednak to sformułowanie jest prawdziwe, szczególnie wtedy, kiedy właściciele kapitału oczekują znaczących stóp zwrotu z tytułu jego zaangażowania. Z badań kosztu kapitału własnego w przedsiębiorstwach rolniczych, w tym zysku zatrzymanego wynika, że najwyższym kosztem kapitału własnego (zarówno w ujęciu procentowym, jak i wartościowym) cechowały się przedsiębiorstwa o najwyższym stopniu samofinansowania. Jednocześnie były to jednostki cechujące się najwyższym poziomem ryzyka operacyjnego (wyrażonego poprzez współczynnik  $\beta$  skorygowanego), co wpływało na poziom kosztu kapitału własnego [16].

Za wagą podjętej problematyki przemawia również to, że w ostatnich latach następowały znaczne wahania deficytu budżetowego, umocnienie się złotych, co spowodowało, że eksport produktów rolnych stawał się coraz droższy.

Wysoką niestabilność wykazywał bilans handlowy produktami rolnymi (od nadwyżki do deficytu), na co wpływ miały *terms of trade* i kurs walutowy [10]. W tym kontekście interesującą wydaje się koncepcja „*fair trade*”, zakładająca jednocześnie rozwój producentów i konsumentów, zwłaszcza w odniesieniu do producentów żywności, szczególnie że „sprawiedliwy handel” to nie tylko sam proces wymiany, ale także rozwój – zarówno producentów jak i konsumentów – jako cel handlu międzynarodowego [28].

W ostatnich latach w sektorze rolnym występowały powolne procesy dostosowawcze i wydłużony cykl produkcyjny, uzależniony od warunków agroprodukcyjnych oraz naturalnych właściwości wzrostu i rozwoju roślin oraz zwierząt. Dla ograniczenia kosztu kapitału własnego zainwestowanego w działalność gospodarczą ważne wydaje się zapewnienie równowagi na rynku pracy i obniżenie poziomu stopy bezrobocia przez stymulowanie wzrostu gospodarczego. Ważne jest także utrzymywanie niskiej stopy inflacji, aby ograniczyć proces rozwierania się nożyc cenowych (choć należy pamiętać, że jednocześnie objęcie przedsiębiorstw rolniczych instrumentami Wspólnej Polityki Rolnej spowodowało proces zwierania nożyc cenowych, choć w niewystarczającym zakresie) [10].

O ile stosunkowo często szacuje się koszt kapitału własnego (szczególnie stosując model wyceny dóbr kapitałowych – CAPM<sup>1</sup>), o tyle bardzo rzadko prowadzi się badania opinii właścicieli kapitału na temat potrzeby szacowania tego kosztu i potrzeby dokonywania takich szacunków. Problematyka wyceny kosztu kapitału własnego i dylematów jego wyceny z uwzględnieniem opinii przedsiębiorców jest więc zagadnieniem wartym rozpatrzenia. Jak zauważa bowiem Szablewski, spółka generuje wartość dla właścicieli wtedy, gdy osiągnąta przez nich całkowita stopa zwrotu z akcji przewyższa stopę progową, jaką jest stopa kosztu zainwestowanego przez nich kapitału [29].

Jak zauważa Fiedor, poza klasycznym ujęciem kosztów transakcyjnych według Coase’a – definiowanych jako koszty używania mechanizmu cenowego – wypracowano szersze ujęcie tych kosztów, jako: 1) kosztów koordynacji różnych form aktywności ekonomicznej; oraz 2) kosztów niezbędnych dla powstania i rozwoju rynku (rynków) [14]. Jak z kolei twierdzi Gorynia, dążenie do lepszego wykorzystania zasobów wiąże się z wykorzystaniem pierwotnej funkcji praw własności, polegającej na tworzeniu bodźców zapewniających wyższy poziom internalizacji efektów zewnętrznych. Internalizacja nie jest jednak procesem niewymagającym ponoszenia kosztów, konieczne bowiem są koszty na produkcję określonych informacji. Kosztami tymi są właśnie koszty transakcyjne [17, 27]. Zgodnie z prawem własności do kapitału własnego, grupą kosztów związaną z dążeniem do efektywniejszego jego wykorzystania jest koszt kapitału własnego, traktowany jako koszt transakcyjny.

Analiza definicji kosztu Buchanana, dokonana przez Kubisza, pozwoliła na taką konstatację: z definicji kosztu wynika, że: 1) koszt jest ponoszony wy-

<sup>1</sup> Należy pamiętać, że np. w metodzie konsultingowej ustalania zysku rezydualnego: CFROI – *cash flow return on investment* – kwestionuje się model CAPM, rekomendując zupełnie inną metodę szacowania kosztu kapitału własnego [8].

łącznie przez osobę mogącą dokonać wyboru, nie ma możliwości przerwania tego kosztu na innych ludzi; 2) koszt jest zjawiskiem subiektywnym, istnieje jedynie w umyśle podmiotu podejmującego decyzję; 3) koszt jest oparty na oczekiwaniach dotyczących przyszłych zdarzeń, jest nakierowanym na przyszłość konceptem *ex ante*; 4) koszt nie może być mierzony przez kogoś innego niż podejmujący decyzję, nie ma bowiem możliwości bezpośredniej obserwacji wewnętrznych przeżyć osób dokonujących wyboru. Koszt jest więc związany z subiektywną użytecznością [19].

Z badań Czyżewskiego i Grzelaka wynika, że do teoretycznych determinant poziomu kosztów transakcyjnych zaliczyć należy między innymi stopień pełności uprawnień własnościowych, które są albo stałym elementem otoczenia instytucjonalnego (zmienna egzogeniczna) lub też efektem ustaleń umownych. Zgodnie z teorią praw własności, uprawnienia własnościowe stanowią prawa podmiotów ekonomicznych do dysponowania przedmiotem własności, niezależnie od formalnych tytułów. Poddając analizie własność państwową pod kątem jej rzeczywistych dysponentów, należy stwierdzić, że „wartość dobra dla jednostki jest określana przez to, co składa się na wiązkę uprawnień tej jednostki w stosunku do tego dobra” (autorzy przywołują poglądy Iwanek i Wilkina). Zmiana przynajmniej części tych uprawnień wpływa na zmianę oceny wartości dobra, mimo że nie następuje transfer formalnego aktu własności. Zdaniem Czyżewskiego i Grzelaka wynika zatem, że teoria praw własności stawia hipotezę, że efektywność wykorzystania zasobów uzależniona jest od motywacji dysponenta tego zasobu, a motywację tę warunkuje stopień pełności uprawnień własnościowych [11].

### Metodyka badań

Celem opracowania jest zbadanie poglądów kierownictwa przedsiębiorstw rolniczych na temat kosztu kapitału własnego, jego istoty i potrzeby wyceny, a także identyfikacja czynników kształtujących jego poziom. Sformułowano następującą hipotezę badawczą: koszt kapitału własnego jest darmowy. Badania przeprowadzono w grupie 67 przedsiębiorstw rolniczych, z kierownictwem których przeprowadzono wywiady kierowane według standaryzowanego kwestionariusza. Przedsiębiorstwa zlokalizowane były na terenie całego kraju. Ponieważ próbka wyłoniona została z grupy przedsiębiorstw uczestniczących w „Rankingu 300”, nie należy uogólniać uzyskanych wyników na wszystkie przedsiębiorstwa rolnicze w Polsce, ponieważ powszechnie uważa się, że „Ranking 300” grupuje najlepsze przedsiębiorstwa rolnicze. Jeżeli jednak wziąć pod uwagę „Charakterystykę gospodarstw rolnych w 2007 r.” GUS, to zaewidencjonowanych zostało jedynie 379 gospodarstw powyżej 500 ha UR (0,01%). Przeciętna wielkość tych gospodarstw wynosiła ok. 815 ha użytków rolnych. Biorąc pod uwagę przeciętną powierzchnię UR, najbardziej odpowiadającą jako punkt odniesienia (w stosunku do badanych przedsiębiorstw), byłaby to grupa przedsiębiorstw rolniczych powyżej 500 ha (1 kwartył badanej próbki). Porównanie to nie dowodzi, że badana próbka odpowiada grupie największych

przedsiębiorstw rolniczych według przyjętego punktu odniesienia, pozwala jednak na przyjęcie takiego przypuszczenia z dość dużym prawdopodobieństwem. Należy więc uznać, że nie można odnosić wyników badań na ogół przedsiębiorstw rolniczych w Polsce i należy je traktować jako punkt wyjścia do dalszych analiz.

Z uwagi na binarny charakter rozważanych zmiennych objaśnianych w pracy zastosowano uogólniony model liniowy:

$$g(E(Y/X_1 = x_1, \dots, X_p = x_p)) = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_p x_p \quad (1)$$

gdzie:  $Y$  – zmienna objaśniana,  $X_1, \dots, X_p$  – zmienne niezależne,  $\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_p$  – współczynniki funkcji regresji, funkcja  $g$  oznacza funkcję łączącą logit

$$\text{logit}(\pi) = \log\left(\frac{\pi}{1-\pi}\right) \quad (2)$$

W konsekwencji liniowa funkcja zmiennych objaśniających opisuje zależność funkcji logit wartości oczekiwanej zmiennej  $Y_i$  i zmiennych objaśniających.

Do estymacji powyższego modelu zastosowano metodę iteracyjnie ważonych najmniejszych kwadratów.

Ponieważ w pracy rozpatrywano stosunkowo dużą liczbę zmiennych objaśniających, tzn. 31, do wyboru ostatecznego modelu zastosowano modyfikację klasycznej metody regresji krokowej, w każdym kroku wybierając do modelu tę zmienną, która w największym stopniu obniża wartość kryterium informacyjnego Akaike (AIC) [24]:

$$AIC = -2LLF + 2k \quad (3)$$

gdzie:  $LLF$  oznacza logarytm funkcji wiarygodności, zaś  $k$  to liczba parametrów analizowanego modelu. W przypadku modelu (1)  $k$  jest o 1 większe od liczby zmiennych objaśniających.

Procedura krokowa była prowadzona do momentu, w którym dodanie do modelu lub usunięcie z niego jakiegokolwiek zmiennej oznaczało podwyższenie wartości  $AIC$ . Przyjęcie  $AIC$  jako kryterium wyboru modelu oznacza, że w ostatecznym modelu mogą pozostać zmienne, które przy wykorzystaniu testu Walda, będącego odpowiednikiem testu  $t$  Studenta stosowanym w przypadku uogólnionych modeli liniowych, mogą być uznane za nieistotne.

Obliczenia związane z estymacją modeli wykonano w środowisku „R”.

### Wyniki badań

W tabeli 1 zaprezentowano liczebność wskazań (i ich strukturę) odnośnie preferowanej wyceny kosztu kapitału własnego. Stwierdzono, że 5 spośród 67 respondentów (7,5%) nie umiało określić (lub nie miało zdania) żadnego rekomendowanego poziomu kosztu kapitału własnego. Pozostali respondenci mieli ugruntowaną opinię na ten temat.

Tabela 1

**Liczba wskazań i struktura preferowanego poziomu kosztu kapitału własnego**

Szacunkowy poziom kosztu kapitału własnego									
0-10%		11-20%		21-50%		>51%		na poziomie lokat bankowych	
liczba	%	liczba	%	liczba	%	liczba	%	liczba	%
29	43,3	10	14,9	2	3,0	1	1,5	20	29,9

Źródło: Opracowanie własne.

W tabeli 2 zaprezentowano wyniki estymacji danych za pomocą liniowego modelu prawdopodobieństwa z zastosowaniem funkcji łączącej logit.

Tabela 2

**Model 1 - wariant bez dodatkowych zmiennych,  $y=x189$** 

Zmienna	Ocena $\beta_j$	Błąd standardowy	Z value	$Pr(> z )$	Istotność
(Wyraz wolny)	13.63214	6.26058	2.177	0.02945	*
x117	-4.28510	1.64557	-2.604	0.00921	**
x119	-7.40413	2.68724	-2.755	0.00586	**
x124	2.74197	1.18036	2.323	0.02018	*
x125	2.79388	1.48110	1.886	0.05925	.
x126	7.81523	2.51616	3.106	0.00190	**
x163	-2.94975	1.18748	-2.484	0.01299	*
x164	3.27619	1.52898	2.143	0.03214	*
x204	-0.05394	0.03435	-1.570	0.11637	
x216	-4.21896	1.88641	-2.237	0.02532	*
x226	-0.32698	0.12918	-2.531	0.01137	*
x233	0.31493	0.10599	2.971	0.00297	**
x20	4.56994	1.55230	2.944	0.00324	**
x222	3.70019	1.37864	2.684	0.00728	**
x129	-2.72338	1.18088	-2.306	0.02110	*
x24	2.09576	1.25289	1.673	0.09438	.

Odchylenie modelu zerowego (Null deviance): 91.669 dla 66 stopni swobody

Odchylenie resztowe (Residual deviance): 47.563 dla 51 stopni swobody

AIC: 79.563

Źródło: Opracowanie własne.



gdzie:

- $y=x189$  – koszt kapitału własnego można oszacować w granicach 0-10%,
- $x117$  – nadmiar zysku przeznaczany na lokaty,
- $x119$  – nadmiar zysku przeznaczany na inwestycje w papiery wartościowe,
- $x124$  – kapitał pozyskiwany ze środków Unii Europejskiej,
- $x125$  – w warunkach niedoboru kapitału udziałowcy wnoszą dopłaty,
- $x126$  – w warunkach niedoboru kapitału realizowane są inwestycje na miarę posiadanych zasobów,
- $x163$  – za najkorzystniejsze źródło finansowania uznaje się wynik finansowy roku poprzedniego,
- $x164$  – za najkorzystniejsze źródło finansowania uznaje się rezerwy,
- $x204$  – bezpieczny poziom zadłużenia określa się jako udział zobowiązań w aktywach ogółem,
- $x216$  – posiadane zasoby kapitału są wystarczające na prowadzenie bieżącej działalności,
- $x226$  – wiek kierownika przedsiębiorstwa,
- $x233$  – okres pracy na stanowisku kierowniczym,
- $x20$  – cel kierownictwa określony został jako zyski dla udziałowców,
- $x222$  – poziom wynagrodzenia kierownika nie jest satysfakcjonujący,
- $x129$  – jeśli poniesiona zostanie strata, preferowanym źródłem finansowania jest kapitał zapasowy,
- $x24$  – cel kierownictwa określony został jako racjonalizacja procesów produkcyjnych.

Z przeprowadzonych analiz wynika, że respondenci, którzy przeznaczali wolne środki pieniężne na lokaty bankowe ( $x117$ ) oraz na inwestycje w papiery wartościowe ( $x119$ ), byli mniej skłonni uznać, że koszt kapitału własnego kształtuje się na poziomie 0-10% (a z analizy szczegółowych informacji wynika, że w zakresie 0-10% dominowały wskazania poziomu 0%, czyli uznawano, że kapitał własny jest darmowy). Jednocześnie respondenci uznający, że koszt kapitału własnego kształtuje się w granicach 0-10%, pozyskiwali dodatkowe środki na finansowanie działalności ze środków Unii Europejskiej ( $x124$ ). Interesującym spostrzeżeniem wydaje się to, że ta grupa respondentów deklarowała wnoszenie dopłat przez udziałowców w sytuacji, gdy zasoby kapitału własnego są niewystarczające na realizację projektów inwestycyjnych, a w warunkach niemożliwości zrealizowania tych dopłat – ograniczenie finansowania w postaci kapitałów obcych i realizowanie wyłącznie inwestycji na miarę posiadanych zasobów kapitałowych ( $x126$ ). Takie postępowanie ma swoje uzasadnienie w teorii użyteczności, gdyż przedsiębiorcy rolni w swoich decyzjach (działaniach) kierowali się maksymalizacją oczekiwanej użyteczności, nie maksymalizowali zaś oczekiwanego dochodu [18]. Jest to spójne z koncepcją zysku satysfakcjonującego Simona [26] i pożądanego Franc-Dąbrowskiej [19]. Dodatkowo respondenci, którzy byli skłonni uznać za najkorzystniejsze źródło finansowania działalności wynik finansowy netto roku poprzedniego ( $x163$ ),

nie byli skłonni uznać, że koszt kapitału własnego kształtuje się w granicach 0-10%. Natomiast respondenci, którzy za najkorzystniejsze źródło finansowania uznali rezerwy ( $x_{164}$ ), byli skłonni określić koszt kapitału własnego na poziomie 0-10%. Takie podejście jest spójne i wskazuje na to, że grupa respondentów preferująca finansowanie działalności kapitałem własnym deklarowała jego wyższe oprocentowanie i uznawała, że jego koszt jest wyższy niż w analizowanym zakresie. Jest to z kolei spójne ze współczesnymi poglądami finansistów, sugerujących szacowanie kosztu kapitału własnego i nietraktowanie go jako darmowego źródła finansowania [16, 18, 25].

Kolejnym interesującym spostrzeżeniem jest to, że przedsiębiorcy rolni, określający strukturę kapitału w najbardziej klasyczny (z punktu widzenia finansów), a zarazem intuicyjny sposób, jako udział zobowiązań w aktywach ogółem ( $x_{204}$ ), a także deklarujący posiadanie zasobów kapitału własnego na poziomie wystarczającym do prowadzenia bieżącej działalności ( $x_{216}$ ), nie podzielali opinii, że koszt kapitału własnego kształtuje się w granicach 0-10%. Podobne zależności dotyczyły wieku kierownika przedsiębiorstwa (czym starsi zarządzający, tym mniej skłonni byli uznać, że kapitał własny jest niemal darmowy –  $x_{226}$ ). Natomiast przedsiębiorcy pozostający dłużej na stanowisku kierowniczym ( $x_{233}$ ) byli zdania, że koszt kapitału własnego jest niewielki. Tego zdania byli też respondenci nie usatysfakcjonowani ze swojego wynagrodzenia ( $x_{222}$ ), którzy jako cel prowadzenia działalności gospodarczej deklarowali racjonalizację procesów produkcyjnych ( $x_{24}$ ).

Należy podkreślić, że omówiony model jest poprawnie uwarunkowany, zarówno pod względem formalnym, jak i merytorycznym.

Tabela 3

**Model 2 - wariant z dodatkowymi zmiennymi,  $y=x_{193}$** 

Zmienna	Ocena $\beta_j$	Błąd standardowy	Z value	$Pr(> z )$	Istotność
(Wyraz wolny)	-5.51943	4.16765	-1.324	0.18539	
$x_{117}$	4.57340	1.72449	2.652	0.00800	**
$x_{204}$	0.07799	0.03843	2.029	0.04244	*
$x_{213}$	-9.11247	3.63514	-2.507	0.01218	*
$x_{218}$	6.10212	2.20115	2.772	0.00557	**
$x_{226}$	0.21989	0.10575	2.079	0.03759	*
$x_{233}$	-0.32295	0.12139	-2.660	0.00780	**
$x_{18}$	-7.46243	2.71234	-2.751	0.00594	**
$x_{20}$	-4.64602	1.90134	-2.444	0.01454	*
$x_{22}$	-7.14071	4.38672	-1.628	0.10357	
$x_{130}$	-3.63568	1.71923	-2.115	0.03445	*
$x_{196}$	1.02864	0.52984	1.941	0.05221	.

Odchylenie modelu zerowego (Null deviance): 81.686 dla 66 stopni swobody

Odchylenie resztowe (Residual deviance): 34.877 dla 55 stopni swobody

AIC: 58.877



gdzie:

$y=x193$  – koszt kapitału własnego można oszacować na poziomie lokat bankowych,

$x117$  – nadmiar zysku przeznaczany na lokaty,

$x204$  – bezpieczny poziom zadłużenia określa się jako udział zobowiązań w aktywach ogółem,

$x213$  – osoba łatwo podejmująca ryzyko finansowe,

$x218$  – posiadane zasoby kapitału wystarczają do pełnej realizacji projektów inwestycyjnych,

$x226$  – wiek kierownika przedsiębiorstwa,

$x233$  – okres pracy na stanowisku kierowniczym,

$x18$  – inne motywy utworzenia przedsiębiorstwa,

$x20$  – cel kierownictwa określony został jako zyski dla udziałowców,

$x22$  – cel kierownictwa określony został jako poprawa oferty handlowej,

$x130$  – w przypadku poniesienia straty, preferowanym źródłem finansowania jest kapitał rezerwowy.

Odmienne wyglądają wyniki analiz modelu logitowego dla zmiennej objaśnianej  $x193$ , oznaczającej preferencje szacowania kosztu kapitału własnego na poziomie oprocentowania lokat bankowych. Wyraźnie widać zgodność poglądów z podejmowanymi decyzjami finansowymi, a przedsiębiorcy, którzy przeznaczali nadmiar wolnych środków pieniężnych na lokaty bankowe byli skłonni uznać, że koszt kapitału własnego należy określać właśnie poziomem oprocentowania lokat bankowych. Postępując w ten sposób, godzili się na lokowanie wolnych środków pieniężnych w takie inwestycje, które pozwalają uzyskać pokrycie kosztu kapitału własnego. Z punktu widzenia racjonalności decyzji należy ocenić je jako właściwe. W przeciwieństwie do przedsiębiorców określających koszt kapitału własnego jako bliski zeru, druga grupa respondentów – o odmiennych poglądach na temat kosztu kapitału własnego, uznająca jego poziom w granicy oprocentowania lokat bankowych – określała strukturę kapitału w najbardziej klasyczny (z punktu widzenia finansów), a zarazem intuicyjny sposób, jako udział zobowiązań w aktywach ogółem ( $x204$ ). Jednocześnie respondenci, którzy deklarowali się jako osoby łatwo podejmujące ryzyko finansowe, skłonni byli szacować koszt kapitału własnego na poziomie oprocentowania lokat bankowych.

Osoby, które uznawały, że zasoby kapitałowe wystarczały do pełnej realizacji projektów inwestycyjnych, zdecydowane były określać koszt kapitału własnego na poziomie oprocentowania lokat bankowych ( $x218$ ). W przeciwieństwie do pierwszego modelu, skłonność do szacowania kosztu kapitału własnego na poziomie oprocentowania lokat bankowych zwiększała się wraz z wiekiem kierownika jednostki ( $x226$ ), malała natomiast w miarę upływu lat pracy na stanowisku kierowniczym ( $x233$ ).

Interesującym wydaje się spostrzeżenie, że kierownicy, którzy deklarowali inne motywy utworzenia przedsiębiorstwa ( $x18$ ) niż sposób życia czy źródło pra-

cy dla siebie i pracowników, a także których celem było osiągnięcie zysków dla udziałowców ( $x_{20}$ ) bądź poprawa oferty handlowej przedsiębiorstwa ( $x_{22}$ ) – byli mniej skłonni do uznania, że koszt kapitału własnego należy szacować na poziomie lokat bankowych. Ten wynik można interpretować następująco – otóż stopa zwrotu z lokat bankowych nie była dla tej grupy respondentów satysfakcjonująca, większych korzyści upatrywali w prowadzonej działalności gospodarczej.

Tabela 4

**Model 3 - wariant bez dodatkowych zmiennych,  $y=x_{193}$** 

Zmienna	Ocena $\beta_j$	Błąd standardowy	Z value	$Pr(> z )$	Istotność
(Wyraz wolny)	-6.73331	3.57642	-1.883	0.0597	.
$x_{117}$	1.57860	0.76073	2.075	0.0380	*
$x_{204}$	0.04403	0.02367	1.860	0.0629	.
$x_{213}$	-2.15374	1.19420	-1.803	0.0713	.
$x_{218}$	1.85222	0.90516	2.046	0.0407	*
$x_{226}$	0.11586	0.07165	1.617	0.1059	.
$x_{233}$	-0.10099	0.04965	-2.034	0.0419	*

Odchylenie modelu zerowego (Null deviance): 81.686 dla 66 stopni swobody

Odchylenie resztowe (Residual deviance): 65.105 dla 60 stopni swobody

AIC: 79.105

Źródło: Opracowanie własne.

gdzie:

$y=x_{193}$  – koszt kapitału własnego można oszacować na poziomie lokat bankowych,

$x_{117}$  – nadmiar zysku przeznaczany na lokaty,

$x_{204}$  – bezpieczny poziom zadłużenia określa się jako udział zobowiązań w aktywach ogółem,

$x_{213}$  – osoba łatwo podejmująca ryzyko finansowe,

$x_{218}$  – posiadane zasoby kapitału wystarczają do pełnej realizacji projektów inwestycyjnych,

$x_{226}$  – wiek kierownika przedsiębiorstwa,

$x_{233}$  – okres pracy na stanowisku kierowniczym.

W modelu 3 (tabela 4), opisującym zmienną objaśnianą określoną jako szacunek kosztu kapitału własnego na poziomie lokat bankowych ( $x_{193}$ ) – bez dodatkowych zmiennych – najsilniej oddziałujące są zmienne:  $x_{117}$ ,  $x_{218}$  i  $x_{233}$ . Można więc stwierdzić, że do zmiennych, które charakteryzowały skłonność przedsiębiorców do szacowania kosztu kapitału własnego na poziomie lokat bankowych należały poglądy, wedle których nadmiar zysku przeznaczany jest na lokaty bankowe, a posiadane zasoby kapitału wystarczają do pełnej realizacji projektów inwestycyjnych. Przedsiębiorcy dłużej pracujący na stanowisku kierowniczym byli natomiast mniej skłonni do zaakceptowania takiego szacunku.

Porównanie modelu 1 i modelu 2 (a także modelu 3, który stanowi mniej rozbudowaną wersję modelu 2) pozwala na stwierdzenie, że badana grupa respondentów była podzielona na dwa zasadnicze „obozy”. Pierwsza grupa deklarowała szacowanie kosztu kapitału własnego na poziomie bliskim zeru, druga natomiast na poziomie lokat bankowych. Stanowiska te były rozłączne, co miało swoje odzwierciedlenie w zmiennych objaśniających w poszczególnych modelach. Bliższą współczesnemu podejściu w finansach jest ta grupa respondentów, która deklarowała wycenę kosztu kapitału własnego na poziomie lokat bankowych. Jest to spójne z decyzjami podejmowanymi w przedsiębiorstwach rolniczych, w których wolne środki pieniężne zazwyczaj lokowane są na terminowych rachunkach bankowych. Zaprezentowane wyniki badań pozwalają także na stwierdzenie, że część przedsiębiorców rolnych jest świadoma konieczności szacowania kosztu kapitału własnego, a nie traktowania go jako darmowe źródło finansowania działalności. Z drugiej strony, u części przedsiębiorców nadal funkcjonuje przekonanie o tym, że kapitał własny jest darmowym źródłem finansowania, czemu dają swój wyraz w decyzjach finansowych.

### **Podsumowanie i wnioski końcowe**

Z przeprowadzonych badań wynika, że wśród praktyków (przedsiębiorców rolnych) nie ma jednolitego stanowiska co do potrzeby szacowania kosztu kapitału własnego i jego poziomu. Część przedsiębiorców nadal traktuje kapitał własny jako darmowe źródło finansowania działalności, część natomiast uważa, że z jego zaangażowaniem wiąże się określony koszt. W tej grupie respondentów koszt kapitału własnego szacowano najczęściej na poziomie oprocentowania lokat bankowych. Takie podejście wydaje się bardziej uprawnione i pozostające w harmonii z kierunkami rozwoju nauki finansów.

Mając na uwadze analizę literatury przedmiotu, należy skłaniać się ku traktowaniu kosztu kapitału własnego jako kosztu transakcyjnego, wynikającego z rzadkości dobra, jakim jest kapitał własny, oraz dążenia do lepszego wykorzystania tego zasobu, co wiąże się z wykorzystaniem pierwotnej funkcji praw własności. Takie podejście pozwala na określenie zysku ekonomicznego przedsiębiorcy, a więc ostatecznej efektywności prowadzonej działalności gospodarczej. Mimo iż część przedsiębiorców nie bierze pod uwagę, że z zaangażowaniem kapitału własnego wiąże się ponoszenie kosztu, takie podejście uważamy za zasadne. Dodatkowo rekomendujemy informowanie tych przedsiębiorców, którzy traktują kapitał własny jako kapitał darmowy, o potrzebie szacowania kosztu kapitału własnego i uwzględniania go w rachunku ekonomicznym.

**Literatura:**

1. Aczel A.D.: Statystyka w zarządzaniu. PWN, Warszawa 2000.
2. Blaug M.: Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne. PWN, Warszawa 2000.
3. Borcuch A.: Kilka uwag na temat relacji pomiędzy ekonomią a socjologią. *Studia i Materiały. Miscellanea Oeconomicae*, rok 13, nr 1, 2009.
4. Charakterystyka gospodarstw rolnych w 2007 r. GUS, Warszawa.
5. Chotkowski J.: Instytucje rynkowe i koszty transakcyjne – kluczowe pojęcia nowej ekonomii instytucjonalnej. *Roczniki Nauk Rolniczych, Seria G*, t. 97, z. 2, 2010.
6. Chrupczalski S.: 2010, <http://mises.pl/wp-content/uploads/2009/09/ekonomiczna-analiza-prawa.pdf>, dostęp z dn. 25.07.2011 r.
7. Coase R.H.: The theory of social cost. *Journal of Law and Economics*, Vol. 3, No. 1, 1960.
8. Cwynar A.: Stopa zwrotu z kapitału przedsiębiorstwa: wybrane zagadnienia. *Kwartalnik e-Finanse*, nr 1, 2005.
9. Cwynar A.: Zysk rezydualny w różnych odmianach z punktu widzenia jego kontrolowalności. *Kwartalnik e-Finanse*, nr 4, 2008.
10. Czyżewski A., Stępień S.: Wspólna polityka rolna UE po 2013 r. a interesy polskiego rolnictwa. *Ekonomista*, nr 1, 2011.
11. Czyżewski B., Grzelak A.: Teoretyczne i praktyczne uwarunkowania kosztów transakcyjnych na przykładzie przemysłu spożywczego w Polsce w latach 1992-2009, URL: [www.sgh.waw.pl/katedry/.../Czyzewski\\_Grzelak\\_koszty\\_transakcyjne.doc](http://www.sgh.waw.pl/katedry/.../Czyzewski_Grzelak_koszty_transakcyjne.doc), dostęp z dn. 28.07.2011 r.
12. Daniłowska A.: Poziom, zróżnicowanie oraz uwarunkowania kosztów transakcyjnych kredytów i pożyczek rolniczych. *Rozprawy Naukowe i Monografie nr 321*. Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2007.
13. Development Core Team: A language and environment for statistical computing. Foundation for Statistical Computing, Vienna, Austria 2005. URL <http://www.R-project.org>.
14. Fiedor B.: Prawa własności a proces transformacji gospodarczej. Spojrzenie z perspektywy nowej ekonomii instytucjonalnej, <http://www.bibliotekacyfrowa.pl/dlibra/doccontent?id=34395>, dostęp z dnia 29.07.2011 r.
15. Franc-Dąbrowska J.: Teoretyczne i praktyczne aspekty gospodarowania zyskiem w przedsiębiorstwach rolniczych. *Rozprawy Naukowe i Monografie nr 365*. Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2010.
16. Franc-Dąbrowska J.: Udział i koszt kapitału własnego a wypłaty dywidend w przedsiębiorstwach rolniczych. *Prace Naukowe Nr 56 Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu*. Wrocław 2009.
17. Gorynia M.: O niekonwencjonalnych doktrynach ekonomicznych w polityce transformacji. *Ekonomista*, nr 4, 1995.
18. Jajuga K., Jajuga T.: *Inwestycje*. PWN, Warszawa 2006.
19. Kubisz R.: Prawa własności a efektywność ekonomiczna w teorii Ronalda Coase'a, <http://www.bibliotekacyfrowa.pl/dlibra/doccontent?id=34395>, dostęp z dnia 29.07.2011 r.
20. Kulawik J.: Analiza efektywności ekonomicznej i finansowej przedsiębiorstw rolnych powstałych na bazie majątku WRSP. *IERiGŻ-PIB*, Warszawa 2008.
21. Peszko A.: Rada nadzorcza w procesie zarządzania przedsiębiorstwem. *Difin*, Warszawa 2006.
22. Różański J.: Współczesne finanse – wiele pytań, wiele kontrowersyjnych teorii i koncepcji. *Kwartalnik e-Finanse*, nr 1, 2005.

23. Rutkowski A.: Modyfikacje mnożników w ocenie efektywności fuzji i przejęć. *Badania Operacyjne i Decyzje*, nr 3, 2008.
24. Sakamoto Y., Ishiguro M., Kitagawa G.: *Akaike Information Criterion Statistics*. Tokio 1983.
25. Sierpińska M.: *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*. PWN, Warszawa-Kraków 1999.
26. Simon S.: *Podejmowanie decyzji i zarządzanie ludźmi w biznesie i administracji*. Helion, Gliwice 2007.
27. Staniek Z.: *Zróżnicowanie ekonomii instytucjonalnej*, <http://jacek.kwasniewski.eu.org/file/Staniek.pdf>, dostęp z dn. 30.07.2011 r.
28. Stiglitz J.E., Charlton A.: *Fair trade. Szansa dla Wszystkich*. PWN, Warszawa 2007.
29. Szablewski A.: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa – logika i prawidłowości*. *Kwartalnik e-Finanse*, nr 3, 2008.

*JUSTYNA FRANC-DĄBROWSKA*

*PAWEŁ KOBUS*

University of Life Sciences

Warszawa

## EQUITY CAPITAL COST – THE DILEMMAS OF APPRAISAL

### Summary

The study undertakes to consider the nature of equity capital in view of transaction costs theory. Empirical tests have been conducted among agricultural entrepreneurs, followed by the construction of binary models, in order to put under scrutiny the research hypothesis that equity capital cost is null. The practitioners in the field do not share a common view on the need to estimate the equity capital cost and its level. It has been concluded that equity capital cost should be approached as a transaction cost stemming from the rarity of the benefit of the equity capital, and, as a resource, used more efficiently, involving, as a consequence, the application of the original function of ownership rights.