Robert Polaczek

Efektywność gospodarowania w procesie tworzenia wartości przedsiębiorstwa : na podstawie kompanii piwowarskiej

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 6, 101-114

2008

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

MUZEUM HISTORII POLSKI

Robert Polaczek

EFEKTYWNOŚĆ GOSPODAROWANIA W PROCESIE TWORZENIA WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA – NA PODSTAWIE KOMPANII PIWOWARSKIEJ

Uwagi wstępne

Realizacja nadrzędnego celu przedsiębiorstwa, jakim jest dążenie do długookresowej maksymalizacji jego wartości, znajduje odzwierciedlenie w dążeniu do maksymalizacji stanu posiadania właścicieli przedsiębiorstwa. Przy czym dążenie do maksymalizacji stanu posiadania bez uwzględniania stopnia jego wykorzystania, czyli efektywności gospodarowania przedsiębiorstwa, prowadzić będzie raczej do destrukcji wartości, aniżeli jej tworzenia i pomnażania.

Termin efektywność jest jednym z najczęściej używanych określeń od rozpoczęcia transformacji systemowej w Polsce. Efektywność jest nierozerwalnie związana z funkcjonowaniem każdego przedsiębiorstwa. Efektywność przedsiębiorstwa ma istotne znaczenie z dwóch zasadniczych powodów. Po pierwsze, prawidłowy pomiar i ocena efektywności pozwala zidentyfikować obszary przedsiębiorstwa, w których zaangażowane zasoby są najkorzystniej pomnażane. Po drugie, właściwy pomiar i ocena efektywności umożliwia budowanie „sprawiedliwych" systemów oceny przedsiębiorstwa, a na ich bazie systemów motywacyjnych[1]. Tym samym

[1] Por. T. Dudycz, B. Brycz, *Efektywność funkcjonowania polskich przedsiębiorstw w latach 1995--2004 – wstępne badania empiryczne*, w: *Efektywność źródłem bogactwa narodów*, praca pod red. naukową T. Dudycza, ZN tom VII Społecznej Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania w Łodzi, Łódź-Wrocław 2006, s. 91. Por. M. Hamrol, *System oceny przedsiębiorstwa przemysłowego*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 1992, s. 35-37.

uzyskujemy skuteczne narzędzie oceny przedsiębiorstwa w nurcie zarządzania wartością przedsiębiorstwa, zgodne z interesem właścicieli.

Z kolei wartość przedsiębiorstwa jest najbardziej syntetycznym miernikiem oceny. Przy czym poziom i występujące w nim zmiany określa wiele czynników o bardzo zróżnicowanym charakterze, różnie określanych przez poszczególnych interesariuszy. Zasadniczo bogactwo akcjonariuszy może pochodzić z dwóch źródeł:

– oczekiwanego strumienia dywidend,
– uzyskanego dochodu ze sprzedaży akcji[2].

Jedną z przesłanek podjęcia tego tematu jest próba odpowiedzi na pytanie, czy efektywność gospodarowania przedsiębiorstwa może być jedną z determinant tworzących wartość przedsiębiorstwa. Celem tego opracowania jest próba zidentyfikowania czynników wpływających na efektywność gospodarowania, najefektywniejszego pod względem osiągniętego zysku i rentowności kapitału własnego przedsiębiorstwa sektora piwowarskiego, a mianowicie: Kompanii Piwowarskiej, oraz przełożenia tejże efektywności na tworzenie jego wartości. Niniejsze opracowanie stanowi kontynuację rozważań zawartych w opracowaniu opublikowanym w pracy zbiorowej pod redakcją naukową E. Urbańczyka *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa*[3].

Zakres czasowy analizy przemian efektywności gospodarowania obejmuje lata 1994-2007[4]. Czternastoletni okres analizy pozwala na skuteczne pokazanie tendencji rozwojowych badanych zjawisk w zakresie kształtowania wielkości

---

[2] Por. W. Skoczylas, *Ogólne założenia konstrukcji modeli wykorzystywanych w badaniu determinant wartości przedsiębiorstwa*, w pracy zbiorowej pod red. naukową W. Skoczylas, *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 115.

[3] Zob. szerz. R. Polaczek, *Efektywność gospodarowania jako determinanta wzrostu wartości przedsiębiorstwa*, w pracy zbiorowej pod red. naukową E. Urbańczyka, *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo KREOS, Szczecin 2007, s. 121-130.

[4] Do końca 1999 r. rok obrotowy pokrywał się z rokiem kalendarzowym (rozpoczynał się 1 stycznia, kończył zaś 31 grudnia), natomiast od 2000 r. został zmieniony i kończył się 31 marca, tj. trwał od 1 stycznia 2000 do 31 marca 2001 r.). W kolejnych latach rok obrotowy nie zmienia się, tj. rozpoczyna się 1 kwietnia i kończy 31 marca roku następnego. W tabelach dane oznaczone są rokiem wydania sprawozdania, nie zaś rokiem, z którego pochodzą, tak więc np. w kolumnie „2004", iż dane te pochodzą ze sprawozdania na 31 III 2004. Należy jednak pamiętać, że Kompania Piwowarska powstała z połączenia Lecha Browary Wielkopolski i Browarów Tyskich 1 stycznia 1999 r. W latach 1994-1998 pod nazwą Kompanii Piwowarskiej występuje Lech Browary Wielkopolski.

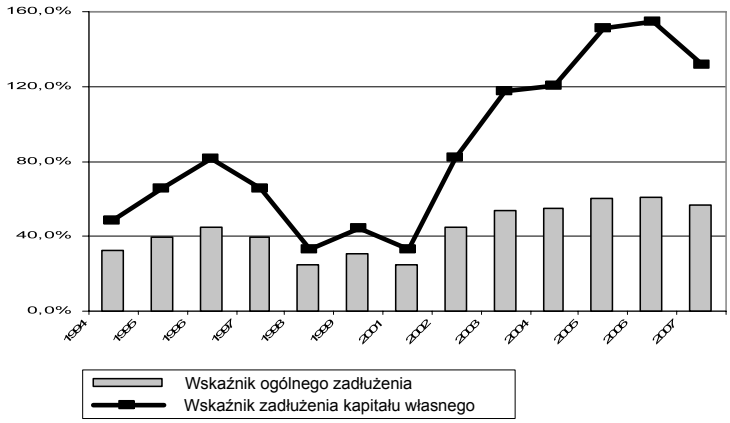
i struktury kapitału. Analiza zmian w wartości wyniku finansowego netto przeprowadzona została w cenach bieżących, tj. nie uwzględniających wpływu inflacji na badane zjawiska[5].

1. Analiza sytuacji kapitałowej oraz kształtowania się zysku netto Kompanii Piwowarskiej

Wielkość, struktura oraz zmiany zachodzące w pasywach mają dla przedsiębiorstwa strategiczne znaczenie. Wynika to z faktu, że zasoby kapitałowe stanowią o stabilności finansowej z jednej strony, a także wyznaczają potencjalną zdolność przedsiębiorstwa do rozwoju zasobów majątkowych z drugiej. Potwierdzeniem powyższego jest fakt, że w 2007 r. Kompania Piwowarska sprzedała 14,5 mln hl, o 12% więcej niż rok wcześniej[6]. Oznacza to, iż musiała posiadać rezerwę mocy produkcyjnych, by w tak istotny sposób zwiększyć produkcję i sprzedaż.

Dane zawarte w tabeli 1 pokazują wielkość, dynamikę pasywów oraz wskaźniki zadłużenia Kompanii Piwowarskiej. Dodatkowo wskaźniki zadłużenia przedstawiono na rysunku 1.

Rys. 1. Kształtowanie się wskaźników zadłużenia Kompanii Piwowarskiej



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych sprawozdawczych.

[5] Wynika to z sytuacji, że w okresie transformacji gospodarczej, gdy występuje „dopasowywanie" się cen do warunków równowagi, a poziom wzrostu cen jest wysoki, próba doprowadzenia cen sprzedaży produkcji oraz zakupu różnych czynników produkcji do porównywalności w czasie nie może zakończyć się powodzeniem.

[6] Por. *Tyskie i Żubr wypłacą Kulczykowi dywidendę*, Gazeta Wyborcza 17-18 maja 2008 r., s. 38.

Tabela 1. Wielkość (w tys. zł), dynamika pasywów oraz wskaźniki zadłużenia Kompanii Piwowarskiej

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
A. Kapitał (fundusz) własny	119613,7	157527,4	170921,6	192883,4	304585,9	677 283	988309	795047	709210	738770	763416	855377	896888
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	57763,1	103567,3	138922,7	126885	101115,5	299 245	328641	650320	832883	891298	1153243	1324856	1178405
I. Rezerwy na zobowiązania	0	278,8	2000	21630	34084,7	15000	25306	82975	92339	93970	138905	157494	169722
II. Zobowiązania długoterminowe i fundusze specjalne	21523,9	59934,8	53885,8	49977,6	0	17696	36728	259999	231977	273966	290203	270255	289092
III. Zobowiązania krótkoterminowe i fundusze specjalne	35415	42562,7	81472,3	52654	64279,6	230380	137088	183109	387874	431083	604493	738858	508324
IV. Rozliczenia międzyokresowe i przychody przyszłych okresów	824,2	791	1564,6	2623,4	2751,2	36169	129519	124237	120693	92279	119642	158249	211267
SUMA PASYWÓW	177376,8	261094,7	309844,3	319768,4	405701,4	976528	1316950	1445367	1542093	1630068	1916659	2180233	2075293
A. Kapitał (fundusz) własny		131,7%	108,5%	112,8%	157,9%	222,4%	145,9%	80,4%	89,2%	104,2%	103,3%	112,0%	104,9%
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania		179,3%	134,1%	91,3%	79,7%	295,9%	109,8%	197,9%	128,1%	107,0%	129,4%	114,9%	88,9%
I. Rezerwy na zobowiązania		#DZIEL/0!	717,4%	1081,5%	157,6%	44,0%	168,7%	327,9%	111,3%	101,8%	147,8%	113,4%	107,8%
II. Zobowiązania długoterminowe i fundusze specjalne		278,5%	89,9%	92,7%	0,0%	#DZIEL/0!	207,5%	707,9%	89,2%	118,1%	105,9%	93,1%	107,0%
III. Zobowiązania krótkoterminowe i fundusze specjalne		120,2%	191,4%	64,6%	122,1%	358,4%	59,5%	133,6%	211,8%	111,1%	140,2%	122,2%	68,8%
IV. Rozliczenia międzyokresowe i przychody przyszłych okresów		96,0%	197,8%	167,7%	104,9%	1314,7%	358,1%	95,9%	97,1%	76,5%	129,7%	132,3%	133,5%
SUMA PASYWÓW		147,2%	118,7%	103,2%	126,9%	240,7%	134,9%	109,8%	106,7%	105,7%	117,6%	113,8%	95,2%
Zysk netto	5 024	5 115	13 599	22 216	48 252	170 700	396 587	371 156	404 477	440 038	440 452	576 508	652 921
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	32,6%	39,7%	44,8%	39,7%	24,9%	30,6%	25,0%	45,0%	54,0%	54,7%	60,2%	60,8%	56,8%
Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego	48,3%	65,7%	81,3%	65,8%	33,2%	44,2%	33,3%	81,8%	117,4%	120,6%	151,1%	154,9%	131,4%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych sprawozdawczych Kompanii Piwowarskiej.

Analiza danych tabeli 1 i rysunku 1 dowodzi, że w kapitałach rozpatrywanego przedsiębiorstwa w badanym okresie nastąpiły istotne przemiany. I tak, udział kapitału własnego w kapitale całkowitym zmniejszył się z 67,4% w 1994 r. do 39,2% w 2006 r., czyli o 28,2 punktu procentowego. Tym samym udział zadłużenia zwiększył się z 32,6% w 1994 r. do 60,8% w 2006 r. W 2007 r. wskaźnik zadłużenia obniżył się o 4 p.p., co było wynikiem zmniejszenia zobowiązań. Na podkreślenie zasługuje fakt, iż tendencja rozwojowa wskaźnika zadłużenia była różnokierunkowa. Przy czym można przyjąć, że od 1998 r. do 2006 r. poziom zadłużenia charakteryzuje się stałą tendencją wzrostową, a w 2007 r. następuje odwrócenie tendencji. Ponadto w latach 2003-2004 poziom zadłużenia kapitałów własnych wyniósł ponad 100%, czyli na 1 zł kapitału własnego przypadało ponad 1 zł zobowiązań.

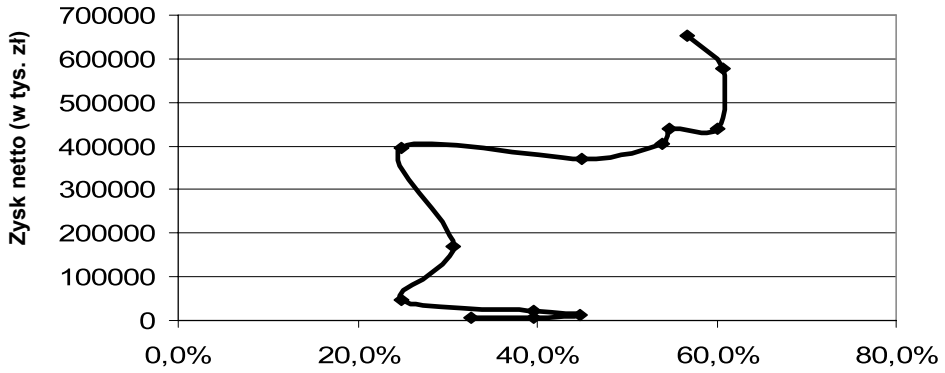
Z kolei analiza wielkości i dynamiki poszczególnych pozycji kapitałów Kompanii Piwowarskiej wskazuje, iż zobowiązania spółki w wielkościach bezwzględnych charakteryzują się stałą tendencją wzrostową, z 57 mln zł w 1994 r. do 1325 mln zł w 2006 r. oraz zmniejszenia do poziomu 1178 mln zł w roku następnym. Natomiast kapitał własny zwiększał się nieprzerwanie z prawie 120 mln zł w 1994 r. do 988 mln zł w 2001 r., by w dwóch kolejnych latach ulec zmniejszeniu do 709 mln zł. Od 2004 r. charakteryzuje się stałą tendencją wzrostową, do prawie 900 mln zł w 2007 r.

W świetle przedstawionych danych, z punktu widzenia celu niniejszego opracowania, istotne przemiany w kapitałach Kompanii Piwowarskiej miały miejsce w latach 1999-2007, gdyż:

1. Kapitał obcy w wielkościach bezwzględnych charakteryzował się stałą tendencją wzrostową, z wyjątkiem 2007 r.
2. Udział kapitału obcego w kapitale całkowitym charakteryzował się stałą tendencją wzrostową, z wyjątkiem 2007 r.
3. Kapitał własny charakteryzował się stałą tendencją wzrostową w latach 2004-2007 w wielkościach bezwzględnych.

Przeprowadzone w niniejszym podrozdziale rozważania dowiodły, że istotne przemiany kapitałowe Kompanii Piwowarskiej miały miejsce dopiero w momencie faktycznego połączenia dwóch browarów: Lecha Browary Wielkopolski i Browarów Tyskich, czyli od 1 stycznia 1999 r.

Rys. 2. Wskaźnik zadłużenia ogólnego a kształtowanie się zysku netto Kompanii Piwowarskiej



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych sprawozdawczych.

Podsumowaniem rozważań tej części opracowania jest analiza rysunku 2. Analiza rysunku jednoznacznie dowodzi, że w rozpatrywanym przedsiębiorstwie udział zobowiązań w kapitale całkowitym zmniejsza lub nie zwiększa się, w sytuacji, gdy występował wzrost zysku netto. W sytuacji zadłużania się Kompani Piwowarskiej, tj. zwiększania wskaźnika zadłużenia, zysk pozostawał na stabilnym poziomie. Powyższe oznacza, że w wypadku braku wzrostu zysku netto rozpatrywane przedsiębiorstwo finansuje swój rozwój, w tym zdolności produkcyjne, zobowiązaniami krótkoterminowymi.

2. Efektywność gospodarowania Kompanii Piwowarskiej

Rozpoczynając tę część rozważań, należy przyjąć miary, które posłużą ocenie efektywności gospodarowania rozpatrywanego przedsiębiorstwa. Ocena efektywności gospodarowania Kompanii Piwowarskiej zostanie przeprowadzona przy wykorzystaniu wskaźników rentowności. W niniejszym opracowaniu wykorzystano trzy podstawowe wskaźniki rentowności: sprzedaży, majątku całkowitego i kapitału własnego[7].

[7] Przyjęcie do oceny efektywności gospodarowania przedsiębiorstwa mierników rentowności wynika z dwóch powodów: po pierwsze – ograniczenia wielkości niniejszego opracowania, po drugie – literatura przedmiotu wskazuje się, że stopień osiągniętej rentowności jest jednym z podstawowych mierników oceny efektywności każdego przedsiębiorstwa.

Tabela 2. Kształtowanie się przychodów ze sprzedaży, zysków oraz wskaźników rentowności Kompanii Piwowarskiej w latach 1994-2007

Dane	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Przychody ze sprzedaży	132141	156117	319161	457708	538140	1294138	2479944	2244835	2493744	2654573	2976583	3322472	3836894
Zysk ze sprzedaży	29638	20455	38916	87833	101236	277492	525810	523408	607534	592522	569132	682680	818889
Zysk z działalności operacyjnej	25695	17092	31156	61355	66369	269725	499294	522871	606329	602819	576154	665913	813023
Zysk brutto z działalności gospodarczej	11892	9425	23418	39595	69822	261496	558588	510245	578331	578788	542885	698498	807924
Zysk brutto	11920	8429	23418	39960	70102	261496	558386	510245	578331	578788	542885	698498	807924
Zysk netto	5024	5115	13599	22216	48252	170700	396587	371156	404477	440038	440452	576508	652921
Wskaźnik rentowności operacyjnej przychodów ze sprzedaży	19,5%	11,0%	9,8%	13,4%	12,3%	20,8%	20,1%	23,3%	24,3%	22,7%	19,36%	20,04%	21,19%
Wskaźnik rentowności netto przychodów ze sprzedaży	3,8%	3,3%	4,3%	4,9%	9,0%	13,2%	16,0%	16,5%	16,2%	16,6%	14,8%	17,4%	17,0%
Wskaźnik rentowności operacyjnej majątku ogółem	14,5%	6,5%	10,1%	19,2%	16,4%	27,6%	37,9%	36,2%	39,3%	37,0%	30,1%	30,5%	39,2%
Wskaźnik rentowności kapitału własnego	4,2%	3,2%	8,0%	11,5%	15,8%	25,2%	40,1%	46,7%	57,0%	59,6%	57,7%	67,4%	72,8%

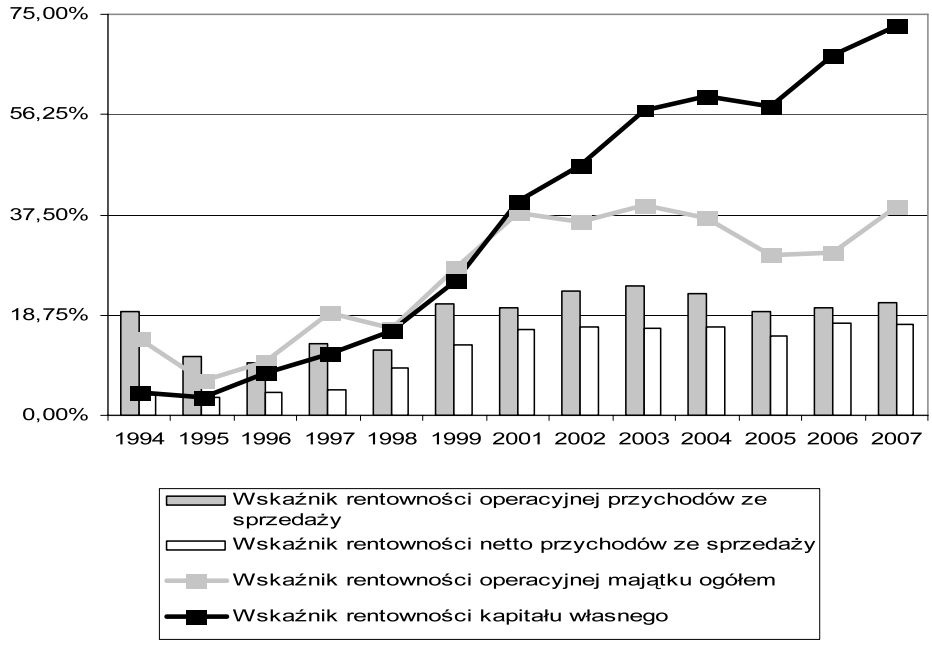
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych sprawozdawczych Kompanii Piwowarskiej.

W tabeli 2 pokazano podstawowe efekty działalności Kompanii Piwowarskiej w postaci osiągniętych zysków oraz rentowności.

Dane tabeli 2 wskazują, że w wielkościach bezwzględnych rozpatrywanego przedsiębiorstwa w badanym okresie wystąpił wzrost efektywności gospodarowania mierzony:

- stałą tendencją wzrostową przychodów ze sprzedaży, z wyjątkiem 2002 r.,
- stałą tendencją wzrostową wyniku finansowego netto oraz wyniku z działalności operacyjnej, z wyjątkiem lat 1995 i 2004,
- stałą tendencją wzrostową rentowności kapitału własnego, z wyjątkiem 2005 r.

Rys. 3. Kształtowanie się wybranych wskaźników rentowności Kompanii Piwowarskiej



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych sprawozdawczych Kompanii Piwowarskiej.

Analiza danych tabeli 2 i rysunku 3 wskazuje, że wskaźnik rentowności sprzedaży zarówno operacyjnej, jak i netto wykazywał tendencję wzrostową, by w latach 2001-2004 ustabilizować się na bardzo wysokim poziomie, odpowiednio około 23% i 16%. Z kolei w 2005 r. badane wskaźniki obniżyły się do poziomu odpowiednio 19,4% i 14,8%, by w latach następnych znowu wykazać tendencję wzrostową.

Podobnie kształtował się wskaźnik operacyjnej rentowności majątku całkowitego, który w latach 2001-2007 ukształtował się na poziomie 36-39%, z wyjątkiem lat 2005-2006, gdy wynosił nieco ponad 30%.

Wskaźnik rentowności kapitałów własnych jest wyrazem efektywności jedynie tej części kapitałów, którą wnieśli właściciele, lub która została wypracowana przez przedsiębiorstwo w formie zysku netto.

Natomiast wskaźnik rentowności kapitału własnego charakteryzował się stałą tendencją wzrostową, z około 4% w 1994 r. do prawie 60% w 2004 r. W kontekście otrzymanych powyżej wyników, w 2005 r. musiało nastąpić obniżenie poziomu rentowności kapitału własnego, jednakże w latach 2006-2007 nastąpiło mocne jego zwiększenie do poziomu 67,4% i 72,8%.

W roku 1994 z jednej złotówki wniesionego i wypracowanego kapitału przedsiębiorstwo było w stanie wypracować jedynie 8 groszy zysku, w roku 2004 było to już 60 groszy, a w 2007 r. prawie 73 grosze. Oznacza to ponaddziewięciokrotny wzrost w ciągu 14 lat. Kształtowanie się wartości tego wskaźnika pokazuje, że w badanym przedsiębiorstwie zysk netto zwiększał się zdecydowanie szybciej niż kapitały własne. Jest to efektem wykorzystywania dźwigni finansowej. Dotyczy to zwłaszcza lat 2001-2004, gdy rentowność netto majątku całkowitego ustabilizowała się.

3. Identyfikacja czynników kształtujących rentowność kapitału własnego

W kontekście rozważań poprzedniego podrozdziału należy zidentyfikować czynniki determinujące rentowność kapitału własnego Kompanii Piwowarskiej w latach 1994-2007. W tym celu wykorzystany zostanie dwuczynnikowy model rentowności kapitału całkowitego. W prezentowanym poniżej modelu rentowność uzależniona jest od równorzędności oddziaływania dwóch czynników, a mianowicie: rentowności majątku całkowitego i mnożnika kapitału własnego.

$$\frac{\textit{zysk netto}}{\textit{kapitał własny}} = \frac{\textit{zysk netto}}{\textit{kapitał całkowity}} \cdot \frac{\textit{kapitał całkowity}}{\textit{kapitał własny}}$$

Przedstawiony model umożliwia:

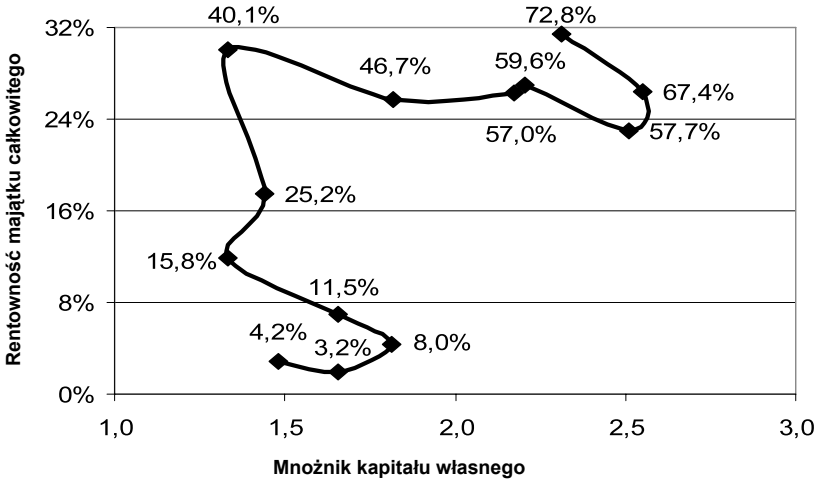
1. Badanie wstępne i przyczynowo-skutkowe efektywności gospodarowania przedsiębiorstwa.

2. Skuteczną identyfikację i ocenę czynników wpływających na efektywność gospodarowania, w tym także poszukiwanie rezerw umożliwiających poprawę efektywności przedsiębiorstwa.
3. Tworzenie wariantów (scenariuszy) wzrostu efektywności gospodarowania w przedsiębiorstwie ukierunkowanych na wartość[8].

Korzystając z modelu, przeprowadzona zostanie przyczynowa analiza rentowności kapitału własnego, z wykorzystaniem deterministycznej metody logarytmowania. Ze względu na ograniczoną wielkość opracowania w tabeli 3 zaprezentowano tylko wyniki przeprowadzonych badań.

Dwuczynnikowy model rentowności kapitału własnego można przedstawić także w postaci rysunku, co zostało uczynione poniżej.

Rys. 4. Zależność między rentownością majątku całkowitego a mnożnikiem kapitału własnego a kształtowanie się rentowności kapitału własnego



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych sprawozdawczych Kompanii Piwowarskiej.

[8] Por. W. Skoczylas, *Konstrukcja modeli deterministycznych i ich przydatność w identyfikacji i ocenie czynników tworzących wartość przedsiębiorstwa*, w pracy zbiorowej pod red. naukową W. Skoczylas, *Determinanty…*, op. cit., s. 143 i dalsze, R. Polaczek, *Przemiany w zasobach kapitałowych a efektywność gospodarowania Kompanii Piwowarskiej*, w pracy zbiorowej pod red. naukową T. Dudycza, *Efektywność źródłem bogactwa narodów*, Społeczna Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania w Łodzi i Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu, 2006. s. 57-67, C. Kochalski, *Koszty w przedsiębiorstwie zarządzanym przez wartość. Ujęcie modelowe*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2006, s. 23.

Tabela 3. Ustalenie wpływu oddziaływania rentowności majątku całkowitego i mnożnika kapitału własnego na rentowność kapitału własnego

Wyszczególnienie	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Rentowność kapitału własnego	4,2%	3,2%	8,0%	11,5%	15,8%	25,2%	40,1%	46,7%	57,0%	59,6%	57,7%	67,4%	72,8%
Kształtowanie się czynników modelu rentowności kapitału własnego													
Rentowność netto majątku całkowitego	2,8%	2,0%	4,4%	6,9%	11,9%	17,5%	30,1%	25,7%	26,2%	27,0%	23,0%	26,4%	31,5%
Mnożnik kapitału własnego	1,48	1,66	1,81	1,66	1,33	1,44	1,33	1,82	2,17	2,21	2,51	2,55	2,31
Wpływ czynników na zmianę rentowności kapitału własnego (w p.p.)													
Zmiana rentowności kapitału własnego		-1,0	4,7	3,6	4,3	9,4	14,9	6,6	10,3	2,5	-1,9	9,7	5,4
Wpływ rentowności netto majątku całkowitego		-1,4	4,2	4,4	7,3	7,8	17,5	-6,9	1,1	1,7	-9,4	8,8	12,2
Wpływ mnożnika kapitału własnego		0,4	0,5	-0,9	-3,0	1,6	-2,5	13,5	9,3	0,9	7,6	0,9	-6,8
Wpływ czynników na zmianę rentowności kapitału własnego (w %)													
Wpływ rentowności netto majątku całkowitego		-143%	90%	124%	169%	83%	117%	-105%	11%	66%	-505%	90%	225%
Wpływ mnożnika kapitału własnego		43%	10%	-24%	-69%	17%	-17%	205%	89%	34%	405%	10%	-125%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych sprawozdawczych Kompanii Piwowarskiej.

Analiza danych tabeli 3 dowodzi, że rentowność kapitału własnego, co już wspomniano, korzystnie się kształtowała w całym badanym okresie, wykazując stałą tendencję wzrostową. Przy czym wpływ poszczególnych czynników był o różnej sile oraz różnokierunkowy. I tak w latach 1996-2001 na wzrost rentowności kapitału własnego decydujący wpływ miała rentowność majątku całkowitego, czyli dynamika wzrostu efektów – zysku netto była wyższa aniżeli zaangażowanych zasobów kapitałowych. Natomiast w latach 2002-2003 przeważający był udział mnożnika kapitału własnego, czyli tempo wzrostu kapitału obcego było wyższe niż kapitału własnego. Rok 2004 pod tym względem był nietypowy, gdyż wpływ obydwu czynników był korzystny. Przy czym wpływ rentowności majątku całkowitego był dwukrotnie wyższy niż mnożnika kapitału własnego we wzroście rentowności kapitału własnego o 2,6 punktu procentowego w 2004 r. w stosunku do wielkości osiągniętej rok wcześniej. Rok 2006 przyniósł zmniejszenie rentowności kapitału własnego o 1,9 p.p., co było spowodowane zmniejszeniem rentowności majątku całkowitego w wyniku istotnego wzrostu zobowiązań oraz zmniejszeniem rentowności sprzedaży. Tym samym negatywne oddziaływanie rentowności majątku całkowitego zostało w dużej części zneutralizowane pozytywnym wpływem mnożnika kapitału własnego. W latach 2006-2007 wzrost rentowności kapitału własnego był wynikiem oddziaływania sfery operacyjnej rozpatrywanego przedsiębiorstwa, czyli pozytywnego oddziaływania rentowności majątku całkowitego. Dotyczy to zwłaszcza wyników 2007 r., gdy w sposób istotny wzrosła rentowność majątku całkowitego, przy zmniejszonym poziomie zobowiązań.

Opisane powyżej determinanty zmiany rentowności kapitału własnego można zaobserwować na rys. 4. W sytuacji gdy krzywa odzwierciedlająca zależność między rentownością majątku całkowitego a mnożnikiem kapitału własnego przybiera postać krzywej poziomej, to o wzroście rentowności kapitału własnego decyduje zwiększający się udział kapitału obcego w kapitale całkowitym (pozytywne efekty wykorzystania dźwigni finansowej). Natomiast w sytuacji gdy krzywa przybiera formę krzywej zbliżonej do pionowej, to efekty (zysk netto) zwiększają się szybciej niż ponoszone nakłady (majątek całkowity).

Podsumowanie

Przeprowadzone w opracowaniu rozważania dowiodły, że efektywność gospodarowania Kompanii Piwowarskiej zdecydowanie się zwiększała, znajdując pozytywne odzwierciedlenie w uzyskiwanych wynikach finansowych. Genero-

wane wyniki finansowe z kolei przekładają się na poziom stopy zwrotu z kapitału oraz koszt pozyskania i utrzymywania kapitału. Osiąganie ponadprzeciętnej stopy zwrotu, niezależnie od sposobów jej pomiaru, powinno z kolei przyczyniać się do tworzenia wartości przedsiębiorstwa.

Na podstawie przeprowadzonych w niniejszym opracowaniu badań w Kompanii Piwowarskiej efektywność gospodarowania przedsiębiorstwa, mierzona stopą zwrotu z kapitału własnego, determinowana była:

1. W latach 1996-2001, 2004 oraz 2006-2007 – sferą operacyjną. Oznacza to, że wyższą efektywność rozpatrywane przedsiębiorstwo zawdzięcza zdecydowanie lepszemu wykorzystaniu posiadanych zasobów majątkowych.
2. W latach 1995, 2002-2005 – sferą kapitałową. Oznacza to, że przemiany w strukturze kapitałowej, tj. zwiększanie udziału kapitału obcego w kapitale całkowitym, przyczyniały się do wzrostu efektywności gospodarowania.

Podsumowując niniejsze opracowanie, należy wskazać: jak zmiany (wzrost) efektywności gospodarowania rozpatrywanego przedsiębiorstwa wpłynęły na jego wartość? Podstawowe informacje w tym zakresie przedstawiają dane poniższej tabeli.

Tabela 4. Ustalenie wpływu efektywności gospodarowania Kompanii Piwowarskiej na jego wartość

Wyszczególnienie	Kryterium oceny	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Informacje ogólne	Udział w rynku	30,00%	31,40%	31,80%	35,40%	37,40%	38,50%	40,80%
	Zysk netto	371 156	404 477	440 038	440 452	576 508	652 921	744 000
			109%	109%	100%	131%	113%	114%
	Kapitał własny	795047	709210	738770	763416	855377	896888	
			89%	104%	103%	112%	105%	
		46,7%	57,0%	59,6%	57,7%	67,4%	72,8%	
			122%	104%	97%	117%	108%	
Właściciele	Dywidenda oraz inne płatności	595 684	529 145	414 222	417 070	485 516	608 956	693 902
			89%	78%	101%	116%	125%	114%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Kompanii Piwowarskiej.

Analiza danych zawartych w tabeli 4 zdecydowanie potwierdza przeprowadzone badania, iż wzrost efektywności gospodarowania przełożył się na wzrost wartości Kompanii Piwowarskiej. Wzrost wartości znalazł odzwierciedlenie w wielkości płatności na rzecz właścicieli w postaci dywidendy oraz innych płatności. Od 2005 r. wielkość dywidendy systematycznie się zwiększa. Dotychczas prowadzona polityka w zakresie dywidend dowodzi, że za ostatni rok zostanie wypłacona dywidenda w rekordowej kwocie, około 700 mln zł. Wzrost wypłacanej dywidendy, zgodnie z ustaleniami poczynionymi w uwagach wstępnych, dowodzi, że występuje zarówno wzrost bogactwa właścicieli, jak i wartości Kompanii Piwowarskiej.

MANAGEMENT EFFICIENCY IN THE PROCESS OF CREATING THE VALUE OF A COMPANY – ON THE BASE OF KOMPANIA PIWOWARSKA BREWERY

Summary

Summarising, the deliberations conducted in this study lets us conclude that the efficiency is inextricably linked with the functioning of each company. It results from the fact that the correct estimate and assessment of efficiency allows us to identify the areas of the company where deployed assets can be multiplied to the maximum benefit and influence positively the value of a company.

The empirical side of the study was based on the case of Kompania Piwowarska brewery. On the base of the conducted deliberations, it must be said explicitly that the management of Kompania Piwowarska brewery is value-oriented and reaches high efficiency of management.

Translated by Robert Polaczek