

Serhiy Zabolotnyy

*Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie*

## DETERMINANTY TWORZENIA WARTOŚCI DLA WŁAŚCICIELI W PRZEDSIĘBIORSTWACH ROLNICZYCH

### *DETERMINANTS OF VALUE CREATION FOR OWNERS IN AGRICULTURAL COMPANIES*

**Słowa kluczowe:** przedsiębiorstwo rolnicze, ekonomiczna wartość dodana, wartość dla właścicieli

*Key words:* agricultural company, economic value added, value for owners

*JEL codes:* G32

**Abstrakt.** Celem opracowania jest określenie zdolności do generowania wartości przedsiębiorstw rolniczych oraz ocena związków zachodzących między zdefiniowaną miarą wartości a podstawowymi kategoriami finansowymi tych podmiotów. W celu pomiaru wartości przedsiębiorstw rolniczych dla właścicieli zastosowano koncepcję ekonomicznej wartości dodanej (EVA). W latach 2005-2012 przedsiębiorstwa rolnicze systematycznie zwiększały kapitał zainwestowany. Analizowana grupa przedsiębiorstw rolniczych charakteryzowała się niską zdolnością do generowania wartości. W wyodrębnionych grupach przedsiębiorstwach rolniczych wraz ze wzrostem poziomu inwestycji w majątek notowano obniżenie stóp zwrotu z kapitału zainwestowanego, mierzonych EVA.

### Wprowadzenie

Sektor rolno-spożywczy jest jednym z ważniejszych ogniw gospodarki narodowej, a jego potencjał produkcyjny stanowi o rozwoju społeczno-ekonomicznym każdego kraju. Historycznie w polskim sektorze rolnictwa szczególną rolę pełniło indywidualne gospodarstwo rolne definiowane jako jednostka techniczno-produkcyjna wyodrębniona pod względem organizacyjnym, stanowiąca zespół trzech czynników produkcji: ziemi, pracy i kapitału, nastawiona na wytwarzanie produktów rolniczych [Ziętara 2009]. Spowodowane przemianami ustrojowymi urynkowanie gospodarki narodowej, a także konieczność zwiększania produktywności i efektywności finansowej podmiotów gospodarczych przyczyniły się do ukształtowania bardziej zaawansowanych form organizacji działalności w rolnictwie, m.in. przedsiębiorstw rolniczych [Czyżewski i in. 1999]. Przedsiębiorstwo rolnicze jest jednostką gospodarczą wyodrębnioną pod względem organizacyjnym, ekonomicznym i prawnym, nastawioną na wytwarzanie produktów i usług rolniczych w celu ich sprzedaży [Ziętara 2009]. Współczesne przedsiębiorstwo rolnicze, dysponując znacznymi zasobami rzeczowymi i finansowymi, ma wiele podobieństw do podmiotów gospodarczych z innych sektorów. Efektywne zarządzanie tymi zasobami wymaga stosowania coraz bardziej zaawansowanych technik i narzędzi, a celem prowadzonej działalności gospodarczej staje się maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa rolniczego dla jego właścicieli [Wielicki, Baum 2009].

### Material i metodyka badań

Celem opracowania jest określenie zdolności do generowania wartości przedsiębiorstw w warunkach gospodarki rynkowej, a także ocena związków zachodzących między zdefiniowaną miarą wartości a podstawowymi kategoriami finansowymi tych podmiotów. W badaniach wykorzystano bazę danych Instytutu Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej – PIB, zawierającą sprawozdania finansowe spółek Agencji Nieruchomości Rolnych (ANR), przedsiębiorstw które zakupiły ziemię od ANR oraz przedsiębiorstw z dzierżawą ziemi od ANR. Okres badań obejmował lata 2005-2012. W poszczególnych latach badanego okresu liczba analizowanych przedsiębiorstw rolniczych wynosiła 144-176 jednostek.

W celu pomiaru wartości przedsiębiorstw rolniczych wykorzystano koncepcję ekonomicznej wartości dodanej (EVA). W literaturze przedmiotu ekonomiczna wartość dodana jest rozumiana jako zysk operacyjny po opodatkowaniu, pozostający w przedsiębiorstwie po zapłaceniu kosztów zainwestowanego kapitału [Wędzki 2003]. Otrzymana nadwyżka ekonomiczna stanowi miarę wzrostu bogactwa właścicieli w jednym roku i może być wykorzystana do pomiaru całkowitej wartości przedsiębiorstwa [Wielicki 2008]. Uzyskanie ujemnej ekonomicznej wartości dodanej oznacza, że w analizowanym roku w przedsiębiorstwie nastąpiła utrata wartości dla właścicieli. W odniesieniu do podmiotów z sektora rolniczego zastosowanie koncepcji EVA jest próbą uwzględnienia w rachunku ekonomicznym kosztu kapitału własnego, który może być traktowany jako ekwiwalent wynagrodzenia rolnika za pracę wykonywaną osobiście w gospodarstwie. W przypadku gdy właściciel przedsiębiorstwa wykorzystuje pracę najemną, koszt kapitału własnego określa oczekiwaną stopę zwrotu z tytułu zainwestowanego kapitału właściciela. Ekonomiczną wartość dodaną można przedstawić za pomocą formuły:

$$EVA_t = NOPAT_t - WACC_t \times IC_{t-1}$$

gdzie:  $NOPAT_t$  – zysk operacyjny netto po opodatkowaniu w okresie  $t$ ,  $WACC_t$  – średni ważony koszt kapitału zainwestowanego w okresie  $t$ ,  $IC_{t-1}$  – zainwestowany kapitał na początek okresu.

Kapitał zainwestowany ( $IC$ ) obliczono jako sumę kapitału własnego, długoterminowego i krótkoterminowego obcego kapitału oprocentowanego [Bartoszewicz, Pniewski 2008]. Średni ważony koszt kapitału oszacowano jako średnią kosztów poszczególnych źródeł finansowania ważoną ich udziałem w strukturze kapitału zainwestowanego. Koszty kapitału obcego ustalono na poziomie średnich stóp oprocentowania długoterminowych i krótkoterminowych kredytów w Polsce w poszczególnych latach 2005-2012. Koszt kapitału własnego obliczono na podstawie założeń modelu wyceny aktywów kapitałowych (CAPM) za pomocą wzoru:

$$k_E = r_{RF} + \beta_E \times (r_M - r_{RF})$$

gdzie:  $r_{RF}$  – stopa wolna od ryzyka,  $r_M$  – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w zdefiniowany portfel rynkowy,  $\beta_E$  – współczynnik beta, charakteryzujący zależność między ryzykiem inwestycji w analizowany instrument finansowy względem instrumentu bazowego,  $(r_M - r_{RF})$  – premia za ryzyko rynkowe, związana z inwestycjami na danym rynku.

Ze względu na specyfikę modelu CAPM wykorzystano kilka założeń przy szacowaniu kosztu kapitału własnego przedsiębiorstw rolniczych. Jako stopę wolną od ryzyka przyjęto rentowność 52-tygodniowych polskich bonów skarbowych. Współczynnik beta zastosowany w modelu obliczono dla indeksu WIG-Spożywczy względem indeksu bazowego WIG. Indeks WIG-Spożywczy obejmuje największe spółki akcyjne notowane na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), prowadzące działalność w sektorze agrobiznesu. W poszczególnych latach analizowanego okresu współczynnik beta dla indeksu WIG-Spożywczy osiągał wartości poniżej 1, co świadczyło o stosunkowo niższym ryzyku inwestowania w podmioty sektora agrobiznesu względem innych sektorów reprezentowanych na GPW. W odniesieniu do przedsiębiorstw rolniczych zastosowanie współczynnika beta poniżej 1 ma dodatkowe uzasadnienie, ponieważ inwestycje w podmioty sektora rolniczego mogą być postrzegane przez inwestorów jako mniej ryzykowne. Jako oczekiwaną stopę zwrotu z portfela rynkowego przyjęto średnią stopę zwrotu z indeksu WIG-Spożywczy w latach 2005-2012.

Do określenia siły związków między kategorią EVA a wskaźnikami rentowności, kosztem kapitału oraz strukturą finansowania wykorzystano analizę współczynników korelacji liniowej Pearsona.

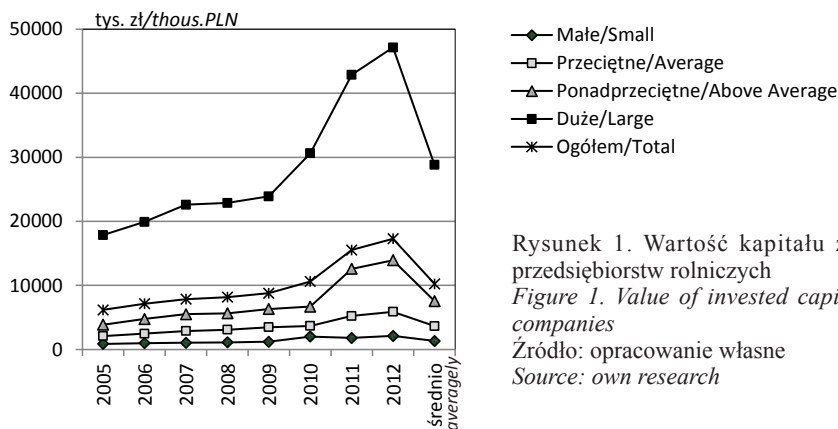
W celu ukazania różnic w kształtowaniu EVA badane przedsiębiorstwa rolnicze uszeregowano według wartości kapitału zainwestowanego i podzielono na cztery grupy metodą kwartyli. Przedsiębiorstwa o wartości kapitału zainwestowanego poniżej kwartyła pierwszego zaliczono do grupy jednostek małych (25% zbiorowości), przedsiębiorstwa o wartości kapitału zainwestowanego w przedziale powyżej kwartyła pierwszego i poniżej kwartyła drugiego określono jako grupę jed-

nostek przeciętnych (25% zbiorowości), a obiekty w których wartość kapitału zainwestowanego ukształtowała się powyżej kwartyła drugiego i poniżej kwartyła trzeciego – do przedsiębiorstw ponadprzeciętnych (25% zbiorowości). Grupa podmiotów dużych obejmowała jednostki, których wartość zainwestowanego kapitału przekraczała kwartył trzeci (25% zbiorowości).

### Wyniki badań

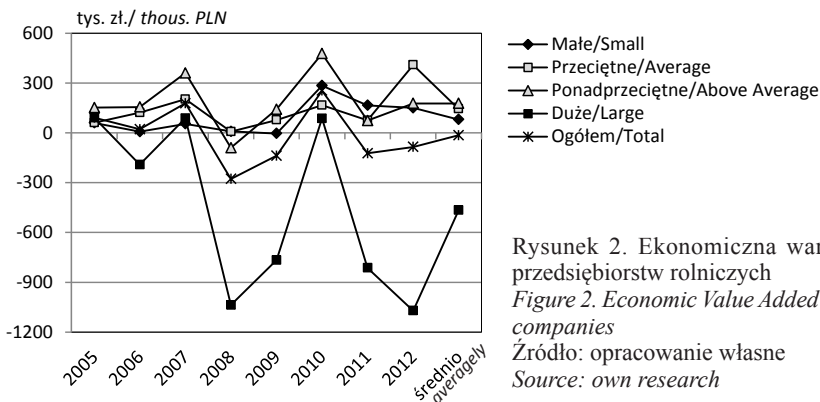
Na rysunku 1 przedstawiono wartość kapitału zainwestowanego przedsiębiorstw rolniczych w latach 2005-2012. W badanym okresie średnia wartość kapitału zainwestowanego w przeliczeniu na jedno przedsiębiorstwo rolnicze kształtowała się na poziomie 10 247,8 tys. zł. Odnotowano wzrost tej wartości z 6174,5 tys. zł w 2005 roku do 17 285,8 tys. zł w 2012 roku, co w dużej mierze było spowodowane nasileniem się procesów koncentracji w sektorze rolnictwa [Zegar 2009]. Ponadto, znaczne zwiększenie poziomu kapitału zainwestowanego w latach 2011-2012 wynikało ze wzrostu podaży ziemi z zasobów ANR, nabywanej i dzierżawionej głównie przez największe podmioty prywatne [Sikorska i in. 2012]. Zwiększenie wartości kapitału zainwestowanego świadczyło o wzroście potencjału produkcyjnego i finansowego badanych przedsiębiorstw.

Średnia wartość kapitału zainwestowanego w grupie dużych przedsiębiorstw ukształtowała się na poziomie 28 834,7 tys. zł, a w grupie przedsiębiorstw małych 1329,0 tys. zł na jedno przedsiębiorstwo. W badanym okresie najwyższy skumulowany roczny wskaźnik wzrostu kapitału zainwestowanego odnotowano w ponadprzeciętnych przedsiębiorstwach (20,1%), a najniższy w



Rysunek 1. Wartość kapitału zainwestowanego przedsiębiorstw rolniczych  
Figure 1. Value of invested capital of agricultural companies

Źródło: opracowanie własne  
Source: own research



Rysunek 2. Ekonomiczna wartość dodana (EVA) przedsiębiorstw rolniczych  
Figure 2. Economic Value Added (EVA) of agricultural companies

Źródło: opracowanie własne  
Source: own research

małych przedsiębiorstwach (13,6%). W dużych i przeciętnych przedsiębiorstwach wielkość tego wskaźnika wyniosła odpowiednio 14,9 i 15,9%.

W wyodrębnionych grupach przedsiębiorstw rolniczych odnotowano znaczące różnice w kształtowaniu się ekonomicznej wartości dodanej (rys. 2).

W badanym okresie przeciętny podmiot gospodarczy z analizowanej zbiorowości wygenerował stratę ekonomiczną na poziomie 14,7 tys. zł. Oznacza to, że koszty zainwestowanego kapitału były wyższe niż osiągnięte zyski z działalności operacyjnej. Taka sytuacja była spowodowana przede wszystkim wystąpieniem znacznych strat ekonomicznych w grupie największych przedsiębiorstw. Średnia *EVA* w tej grupie przedsiębiorstw zmniejszyła się z 90,9 tys. zł w 2005 roku do -1070,9 tys. zł w 2012 roku, wynosząc -465,5 tys. zł na przedsiębiorstwo w całym badanym okresie. Najwyższy poziom *EVA* odnotowano w grupie ponadprzeciętnych przedsiębiorstw – średnio 177,0 tys. zł na przedsiębiorstwo, a w grupie przeciętnych przedsiębiorstw na poziomie 143,9 tys. zł na jednostkę gospodarczą. W grupie małych przedsiębiorstw średnia *EVA* na jedno przedsiębiorstwo wyniosła 80,0 tys. zł. Skumulowany roczny wskaźnik wzrostu *EVA* w grupie małych przedsiębiorstw osiągnął 14,1%, a w przedsiębiorstwach przeciętnych 31,3%. Natomiast w grupie ponadprzeciętnych i dużych przedsiębiorstw wielkość tego wskaźnika ukształtowała się na poziomie 2,3% i -242,2%.

We wszystkich latach badanego okresu w wyodrębnionych grupach przedsiębiorstw występowały podobne tendencje w kształtowaniu *EVA*: najwyższe zyski ekonomiczne osiągnięto w latach 2007, 2010 oraz 2012, natomiast największe straty ponoszono w latach 2008-2009 oraz 2011-2012. Przyczyną wystąpienia strat ekonomicznych w latach 2008-2009 mogło być oddziaływanie negatywnych skutków globalnego kryzysu finansowego oraz uzyskanie stosunkowo niższego poziomu zysku operacyjnego. Natomiast w latach 2011-2012 spadek *EVA* w grupie dużych przedsiębiorstw wynikał ze zbyt szybkiego zwiększenia rozmiarów działalności. Przejawiało się to w gwałtownym wzroście wartości zainwestowanego kapitału, niemającego pokrycia w zyskach z działalności operacyjnej.

Dodatkowym czynnikiem wpływającym na zmniejszenie *EVA* w tym okresie był wzrost kosztu kapitału przedsiębiorstw rolniczych. Porównując dynamikę kształtowania *EVA* i kapitału zainwestowanego w wyodrębnionych grupach przedsiębiorstw rolniczych, należy sformułować wniosek, że początkowo wzrost rozmiarów działalności może przyczyniać się do ponadprzeciętnego zwiększenia *EVA*. Po przekroczeniu pewnego optymalnego poziomu kapitału zainwestowanego następuje zmniejszenie *EVA*, co może wiązać się ze zjawiskiem przeinwestowania. Potwierdzeniem tej tezy była stosunkowo niższa efektywność wykorzystania majątku w przedsiębiorstwach dużych, które w latach 2011-2012 wraz ze zwiększeniem skali działalności poniosły największe straty ekonomiczne. Ponadto gwałtowny wzrost majątku mógł powodować poważne problemy w zarządzaniu przedsiębiorstwem, wynikające m.in. z trudności w zakresie finansowania działalności oraz braku odpowiednich zasobów kadrowych. Taka sytuacja mogła mieć charakter przejściowy, gdyż zaangażowanie dodatkowych składników majątkowych powinno przyczyniać się do przyrostu zysku w kolejnych okresach.

W dalszej części opracowania dokonano porównania rentowności działalności, stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału mierzonych *EVA* oraz kosztu tego kapitału w przedsiębiorstwach rolniczych (tab. 1). W badanym okresie średni ważony koszt kapitału (WACC) przedsiębiorstw rolniczych ukształtował się na poziomie 8,3%. Odnotowano wzrost tego wskaźnika z 7,2% w 2005 roku do 9,3% w 2012 roku. Wzrost WACC wynikał ze zwiększenia zarówno kosztów kapitału własnego, jak i kapitału obcego oprocentowanego. Przeciętna stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego mierzona *EVA* dla przedsiębiorstw rolniczych (*EVA/IC*) wyniosła -0,1%, co oznacza, że po uwzględnieniu kosztu zainwestowanego kapitału przedsiębiorstwa rolnicze nie generowały wartości dodanej. W badanym okresie odnotowano spadek wskaźnika stopy zwrotu z kapitału zainwestowanego z 1,5% w 2005 roku do -0,5% w 2012 roku. Najwyższy średni wskaźnik stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału wystąpił w grupie przedsiębiorstw małych (6,0%), natomiast najniższy – w przedsiębiorstwach dużych (-1,6%). W przeciętnych i ponadprzeciętnych

Tabela 1. Koszt kapitału i rentowność przedsiębiorstw rolniczych

Table 1. *Cost and profitability of capital of agricultural companies*

Grupa/ Group	Lata/ Years	Wskaźnik/Ratio [%]			
		WACC	EVA/IC	ROE	ROA
Małe/ Small	2005	7,2	6,9	17,5	10,1
	2006	7,5	0,7	9,6	5,1
	2007	8,6	5,2	17,3	10,4
	2008	8,5	0,8	11,2	7,3
	2009	8,3	-0,3	8,6	5,5
	2010	8,1	14,1	24,2	18,7
	2011	9,1	9,2	19,5	14,6
	2012	9,4	7,1	18,5	14,1
	średnia/ mean	8,4	6,0	16,8	11,4
Przeciętne/ Average	2005	7,2	2,9	12,3	8,3
	2006	7,6	4,9	15,2	10,0
	2007	8,7	7,0	19,9	14,0
	2008	8,5	0,2	10,1	6,8
	2009	8,6	2,2	12,9	8,7
	2010	7,9	4,5	16,3	10,2
	2011	8,7	1,4	12,1	7,6
	2012	9,1	7,0	19,6	12,5
	średnia/ mean	8,3	3,9	15,2	9,9
Ponad- przeciętne/ Above average	2005	7,2	3,9	16,3	9,4
	2006	7,5	3,3	14,7	9,6
	2007	8,5	6,5	19,1	11,3
	2008	8,4	-1,6	8,3	5,4
	2009	8,1	2,2	13,7	8,6
	2010	7,8	7,1	18,8	13,0
	2011	8,7	0,6	11,8	7,9
	2012	9,1	1,3	13,2	9,1
	średnia/ mean	8,2	2,3	14,0	9,2
Duże/ Large	2005	7,3	0,5	9,2	6,4
	2006	7,7	-1,0	7,6	5,5
	2007	8,8	0,4	10,8	7,9
	2008	8,5	-4,5	4,6	3,2
	2009	8,3	-3,2	5,9	4,1
	2010	7,9	0,3	9,8	7,6
	2011	9,1	-1,9	8,9	7,2
	2012	9,4	-2,3	8,4	6,8
	średnia/ mean	8,4	-1,6	8,3	6,3
Ogółem/ Total	2005	7,2	1,5	10,6	7,1
	2006	7,6	0,3	9,4	6,5
	2007	8,6	2,3	13,3	9,4
	2008	8,4	-3,4	5,9	4,1
	2009	8,3	-1,6	7,9	5,4
	2010	7,9	2,4	12,1	9,0
	2011	8,9	-0,8	10,0	7,6
	2012	9,3	-0,5	10,4	8,0
Łącznie/Overall		8,3	-0,1	10,1	7,3

Źródło: opracowanie własne

Source: own research

przedsiębiorstwach średnie stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału wynosiły odpowiednio 3,9 oraz 2,3%. Stwierdzono, że wraz ze wzrostem skali działalności mierzonej kwotą zainwestowanego kapitału następowało zmniejszenie efektywności jego wykorzystania.

Należy zaznaczyć, że w analizowanym okresie wszystkie grupy przedsiębiorstw rolniczych charakteryzowały się dodatnimi wskaźnikami rentowności kapitału własnego (ROE) oraz aktywów (ROA). Średni wskaźnik ROE był o 10,0 p.p., a wskaźnik ROA o 7,2 p.p. powyżej wskaźnika stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Ponadto w badanym okresie odnotowano wzrost wskaźnika ROA z 7,1% w 2005 roku do 8,0% w 2012 roku. Wzrost dysproporcji między tradycyjnymi wskaźnikami rentowności oraz stopą zwrotu z zainwestowanego kapitału opartą o kategorię *EVA* wynikał ze zwiększenia średniego ważonego kosztu kapitału. Zwiększenie kosztu kapitału mogło powodować poważne zagrożenia dla przedsiębiorstw rolniczych, polegające na ograniczeniu finansowania oraz pogorszeniu płynności finansowej.

Analiza współczynników korelacji liniowej Pearsona wykazała występowanie umiarkowanej ujemnej zależności (-0,31) między kategorią *EVA* a poziomem kapitału zainwestowanego (tab. 2). Oznacza to, że zwiększenie wartości kapitału zainwestowanego powodowało obniżenie *EVA* w badanej zbiorowości. Jednocześnie wzrost średniego ważonego kosztu kapitału nieznacznie wpływał na zmniejszenie *EVA* (-0,07). Słaby dodatni związek liniowy odnotowano również między zmienną udziału długoterminowego kapitału obcego a wartością *EVA* (0,06). Struktura i koszt finansowania działalności nie miały znacznego wpływu na zdolność tworzenia wartości przedsiębiorstw rolniczych. Silny statystycznie istotny dodatni związek odnotowano między *EVA* a wskaźnikiem ROA (0,43). Wskazywało to na duże znaczenie efektywności wykorzystania zasobów majątkowych przedsiębiorstwa w kształtowaniu *EVA*.



Tabela 2. Korelacja liniowa między ekonomiczną wartością dodaną, kosztem i strukturą kapitału oraz wskaźnikami rentowności przedsiębiorstw rolniczych

Table 2. Linear correlation between Economic Value Added, cost and structure of capital and ratios of profitability of agricultural companies

Zmienna/ Variable	Współczynniki korelacji są istotne z $p < 0,05$ / Correlation coefficients are significant for $p < 0,05$ , $N = 1268$							
	kapitał zainwestowany/ invested capital	udział kapitału własnego/ share of equity capital	udział kapitału długoterminowego oprocen- towanego/share of long-term credits	udział kapitału krótkoterminowego oprocen- towanego/share of short-term credits	WACC	EVA/IC	ROE	ROA
EVA	-0,3130	-0,0233	0,0609	-0,0483	-0,0665	0,4318	0,0278	0,4259
	p = 0,00	p = 0,407	p = 0,030	p = 0,086	p = 0,018	p = 0,00	p = 0,323	p = 0,00

Źródło: opracowanie własne

Source: own research

Porównanie siły związków między *EVA* a poszczególnymi kategoriami finansowymi świadczy, że podstawową determinantą kształtowania wartości przedsiębiorstwa był osiągany zysk operacyjny, a struktura i koszt kapitału jedynie w nieznacznym stopniu oddziaływały na tę wartość. Zarządzający przedsiębiorstwami rolniczymi muszą przede wszystkim zwracać większą uwagę na produktywność poszczególnych składników majątkowych, a także kształtowanie polityki inwestycyjnej jednostki. Strategia w zakresie finansowania działalności ma w tym ujęciu drugorzędne znaczenie.

## Wnioski

1. Przedsiębiorstwa rolnicze charakteryzowały się wzrostem kapitału zainwestowanego w latach 2005-2012. Znaczące zwiększenie zasobów majątkowych i kapitałowych było spowodowane intensyfikacją procesów koncentracji i polaryzacji zachodzących w polskim sektorze rolnictwa po przystąpieniu do Unii Europejskiej.
2. Analizowana grupa przedsiębiorstw rolniczych wykazywała niską zdolność do generowania *EVA*. Przyczyną występowania niskich wartości zysku ekonomicznego w poszczególnych latach badanego okresu był niewystarczający poziom zysku operacyjnego w stosunku do kosztów kapitału zainwestowanego.
3. W wyodrębnionych grupach przedsiębiorstw rolniczych wraz ze wzrostem poziomu inwestycji w majątek malała zdolność do generowania wartości dodanej. Średnia rentowność kapitału zainwestowanego mierzona wartością *EVA* w najmniejszych podmiotach wyniosła 6,0%. Natomiast największe straty ekonomiczne ponosiły duże przedsiębiorstwa, w których wielkość tego wskaźnika ukształtowała się na poziomie  $-1,6\%$ . Taka sytuacja wskazywała na zjawisko przeinwestowania, przejawiające się w niskiej efektywności wykorzystania dodatkowo angażowanych zasobów majątkowych. Znaczne zwiększenie majątku w latach 2011-2012 w grupie dużych przedsiębiorstw przyczyniło się do gwałtownego wzrostu kosztu zainwestowanego kapitału w stosunku do generowanego zysku ekonomicznego. Utrzymywanie się takiej tendencji w długim okresie mogłoby doprowadzić do dalszego wzrostu oprocentowania kapitału obcego i spowodować trudności w obszarze wypłacalności inwestujących przedsiębiorstw rolniczych.
4. Stwierdzono istnienie dodatnich związków między kategorią *EVA* a rentownością majątku przedsiębiorstwa. Natomiast zwiększenie poziomu kapitału zainwestowanego miało ujemny wpływ na zysk ekonomiczny. Wskazywało to na różne kierunki oddziaływania inwestycji na wartość przedsiębiorstwa: z jednej strony, wzrost nakładów inwestycyjnych powodował zwiększenie kosztu kapitału i zmniejszenie *EVA*, z drugiej – majątek przedsiębiorstwa

determinował zdolności produkcyjne i rentowność działalności. Oznacza to, że osiągnięcie realnego zwiększenia wartości przedsiębiorstwa dla właścicieli jest możliwe pod warunkiem utrzymania szybszego tempa wzrostu zysku operacyjnego względem inwestycji w majątek przedsiębiorstwa rolniczego. W przypadku oprocentowania i struktury kapitału zainwestowanego współczynniki korelacji z *EVA* były dużo niższe. Polityka w zakresie sposobu finansowania działalności przedsiębiorstw rolniczych miała mniejszy wpływ na zdolność do generowania wartości dla właścicieli.

### Literatura

- Bartoszewicz Bohdan, Krzysztof Pniewski. 2008. Pomiar tworzonej wartości w systemie zarządzania wartością. [W] *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykład*, red. A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz, 63-70. Warszawa: Poltext.
- Czyżewski Andrzej, Aleksander Grzelak, Janusz Jankowiak. 1999. „Sytuacja ekonomiczno-finansowa popegeerowskich gospodarstw rolnych w Wielkopolsce i w Polsce”. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny* LXI (2): 245-264.
- Sikorska Alina, Tomasz Ciodyk, Tomasz Zagórski, Andrzej, Bogdan Buks. 2012: *Rynek ziemi rolniczej*. IERiGŻ-PIB: 27-37.
- Wędzki Dariusz. 2003. *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*. Kraków: Oficyna Ekonomiczna.
- Wielicki Witold. 2008. „Rola kapitału w przedsiębiorstwach agrobiznesu”. *Roczniki Nauk Rolniczych. Seria G* 95 (1): 6-75.
- Wielicki Witold, Rafał Baum. 2009. „Rola kapitału oraz wartości niematerialnych i prawnych w zarządzaniu przedsiębiorstwami rolnymi”. *Roczniki Nauk Rolniczych. Seria G* 96 (4): 238-247.
- Zegar Józef. 2009. „Kwestia koncentracji ziemi w polskim rolnictwie indywidualnym”. *Roczniki Nauk Rolniczych. Seria G* 96 (4): 256-266.
- Ziętara Wojciech. 2009. „Miary wielkość gospodarstw i przedsiębiorstw rolniczych”. *Roczniki Nauk Rolniczych. Seria G* 96 (4): 267-276.

### Summary

*The goal of the research was to present the ability of value creation for owners in agricultural companies and to estimate the relations between the defined value ratio and financial parameters of these entities. To measure the value of agricultural companies for owners a concept of Economic Value Added (EVA) was applied. In 2005-2012 agricultural companies systematically increased the value of invested capital. In the analyzed period agricultural companies were characterized by a low ability of value creation. In the analyzed groups of companies an increase in capital investments was associated with the decrease of rate of return on invested capital measured by EVA.*

Adres do korespondencji  
dr Serhiy Zabolotnyy  
Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie  
Wydział Nauk Ekonomicznych  
ul. Nowoursynowska 166  
02-787 Warszawa  
e-mail: serhiy\_zabolotnyy@sggw.pl