http://dx.doi.org/10.18778/7525-867-7.19

Artur Sajnóg*

WOKÓŁ METOD BADANIA RENTOWNOŚCI KAPITAŁU WŁASNEGO PRZEDSIĘBIORSTWA

1. WSTĘP

Rentowność kapitału własnego stanowi obecnie niezmiernie ważną kategorię formułowania, realizacji i kontrolowania strategii finansowych przedsiębiorstwa zmierzających do zapewnienia właścicielom określonych korzyści kapitałowych i dywidendowych oraz wzrostu wartości rynkowej jednostki. Właściciele przedsiębiorstwa, którzy inwestują swoje kapitały, oceniają bowiem efektywność swoich inwestycji na podstawie oczekiwanej stopy zwrotu z wyłożonego kapitału. Prawidłowa ocena rentowności kapitału własnego stanowi zatem przesłankę nie tylko do wskazania szans i zagrożeń przewagi konkurencyjnej na rynku, ale przede wszystkim jest wyznacznikiem pozyskania dodatkowych źródeł finansowania dla przedsiębiorstwa oraz ochrony przed ucieczką inwestorów do innych korzystniej ocenianych inwestycji.

Przydatność analizy stóp zwrotu z kapitału własnego przekłada się na podejmowanie bieżących i strategicznych decyzji w organizacji, które skupiają się na rozpoznaniu i wykorzystaniu możliwości bardziej efektywnego gospodarowania aktywami oraz tworzenia warunków efektywnej absorpcji obcych źródeł finansowania[1].

Zasadniczym celem opracowania jest zwrócenie uwagi na istniejącą w literaturze przedmiotu różnorodność metod oceny rentowności kapitału własnego przedsiębiorstw oraz ukazanie efektów badań empirycznych nad analizą porównawczą stóp zwrotu z kapitału własnego, opartych na wyniku finansowym, wyniku całościowym, skumulowanych zyskach zatrzymanych oraz przepływach

* Dr, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 90–214, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41.

[1] A. Sajnóg, *Operacyjny i strategiczny wymiar oceny zróżnicowania rentowności kapitału własnego spółek przemysłowych*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 238.

pieniężnych. Badania zorientowane zostały na uzyskanie odpowiedzi na pytanie, w jakim stopniu przyjęcie określonej metody szacowania rentowności kapitału własnego różnicuje ocenę efektywności przedsiębiorstwa? Pozytywna odpowiedź dowodzi bowiem potencjalnego wzrostu roli i znaczenia prawidłowej oceny stóp zwrotu z kapitału z punktu interesów właścicieli.

2. RÓŻNORODNOŚĆ POJĘĆ RENTOWNOŚCI PRZEDSIĘBIROSTWA

Określenie pojęcia rentowności nie jest zadaniem łatwym do zrealizowania. Trudność ta wynika ze złożoności i odmienności kategorii definiujących tę rentowność oraz postrzegania jej roli i znaczenia w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Jak podaje M. Dobija, w pojęciu rentowności mieści się wiele wyobrażeń dotyczących produktywności kapitału zainwestowanego w przedsiębiorstwo[2]. Produktywność ta utożsamiana jest najczęściej z osiąganiem zysków z zaangażowanego kapitału. Takie postrzeganie rentowności przedsiębiorstwa wynikać może z faktu, iż samo pojęcie „rentowność" pochodzi od słowa „renta", czyli zysk, dochód lub procent z kapitału[3]. Ogólnie rzecz biorąc, rentowność należy traktować jako miernik osiąganego dochodu z zainwestowanego kapitału bądź, przyjmując za W. Dębskim, jako zdolność przedsiębiorstwa do generowania zysku[4].

W wielu opracowaniach można odnaleźć poglądy utożsamiające rentowność wyłącznie z zyskiem lub wynikiem finansowym. L. Bednarki wskazuje, iż rentowność jako ogólne pojęcie obejmuje zyskowność lub deficytowość. Zyskowność wiąże się z osiąganiem dodatniego wyniku finansowego, natomiast jej odwrotnością jest deficytowość, występująca w razie pojawienia się ujemnego wyniku finansowego. Podkreśla jednakże, że zarówno rentowność, jak i deficytowość można określać w wielkościach bezwzględnych lub względnych (relatywnych)[5].

Wedle pierwszego podejścia należałoby rentowność wiązać wyłącznie z wielkością wyniku finansowego (zysku), który oznacza kwotę wykazaną w rachunku zysków i strat przedsiębiorstwa. Jednakże sama kategoria zysku nie jest jednoznacznie rozumiana. Ustawa o rachunkowości [UoR] definiuje zysk jako uprawdopodobnione powstanie w okresie sprawozdawczym korzyści eko-

[2] M. Dobija, *Rachunkowość zarządcza i controlling*, WN PWN, Warszawa 2002, s. 271.

[3] T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Analiza rentowności przedsiębiorstwa*, „Rachunkowość" 1993, nr 9, s. 303.

[4] W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, WN PWN, Warszawa 2005, s. 96–99.

[5] L. Bednarski, *Analiza rentowności przedsiębiorstwa*, [w:] L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj, E. Kurtys, T. Waśniewski, B. Wersty, *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2003, s. 59; L. Bednarski, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2007, s. 96.

nomicznych[6], zaś w sprawozdawczości finansowej zysk stanowi różnicę pomiędzy przychodami a kosztami ich uzyskania obliczoną w danym okresie sprawozdawczym. Ponadto niektórzy autorzy uznają, że zysk przedsiębiorstwa może być utożsamiany ze zmianą wartości kapitału (wzrost wartości kapitału mierzonego na koniec i początek okresu sprawozdawczego po wyłączeniu kwot wniesionych lub wycofanych przez właścicieli)[7].

Powiązanie kategorii rentowności z zyskiem księgowym może wynikać z przekonania, iż jest on finalnym rezultatem działalności przedsiębiorstwa oraz podstawowym wskaźnikiem określającym ogólną efektywność jego funkcjonowania. Odzwierciedla nie tylko wynik, jaki osiągnięto z inwestycji w przedsiębiorstwo, ale w sposób pośredni wskazuje na oddziaływanie struktury kapitałów jednostki i stosowaną przez nią strategię marketingową, produkcyjną oraz finansową[8]. Ponadto o wielowymiarowości i zróżnicowanym charakterze zysku przedsiębiorstwa świadczą także odmienne kategorie zysku występujące w jego sprawozdaniu finansowym i systemie prawa podatkowego. Mimo powyższych argumentów, rentowność jest określana częściej w wielkościach względnych (relatywnych).

Na podstawie obszernej i wnikliwej analizy pojęcia „rentowność" dokonanej przez E. Burzym należy wskazać, iż rentowność jest to relatywna wielkość wyniku finansowego, odzwierciedlająca opłacalność działalności gospodarczej, która może być rozpatrywana jako opłacalność zużycia lub angażowania środków w ujęciu sumarycznym bądź cząstkowym[9]. Operacjonalizując powyższe stwierdzenie, ogólnie rentowność można zdefiniować jako relację wyniku finansowego do danych wielkości bilansowych (np. aktywów, kapitałów) lub wynikowych (np. przychodów)[10]. Określa zatem skalę wygenerowanych zysków z określonych nakładów – aktywów, kapitałów, sprzedaży.

Z racji tego, iż rentowność jest związana z wygospodarowaniem zysków, potocznie zamiennie stosuje się określenia „rentowność" i „zyskowność". Zyskowność można zdefiniować jako rentowność będącą relatywną wielkością dodatniego wyniku finansowego do innych podstaw obliczeniowych. Natomiast deficytowość należy utożsamiać z relatywną wielkością straty (ujemnego wyniku finansowego)[11].

---

[6] *Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości* [UoR], DzU 1994, nr 121, poz. 591, z późn. zm., art. 3, ust. 1, pkt 30.

[7] J. Gierusz, *Koszty i przychody w świetle nadrzędnych zasad rachunkowości*, ODDK, Gdańsk 2005, s. 54–55.

[8] J. Duraj, A. Sajnóg, *Rentowność kapitału własnego giełdowych spółek przemysłowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2011, s. 21.

[9] E. Burzym, *Pomiar i ocena rentowności przedsiębiorstw przemysłowych*, PWE, Warszawa 1971, s. 38.

[10] M. Marcinkowska, *Ocena działalności instytucji finansowych*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2007, s. 264.

[11] K. Stępień, *Rentowność a wypłacalność przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2008, s. 36.

Z punktu widzenia właściciela jednostki gospodarczej rentowność jest tym miernikiem, który dostarcza informacji, czy dla osiągnięcia danej wielkości zysku (wielkości korzyści) opłacało się angażować kapitał własny w przedsiębiorstwo, czy też lepiej było zainwestować go w inny sposób[12]. Bliżej można powiedzieć, że rentowność kapitału własnego, wyrażająca zdolność generowania zysku przez kapitał własny przedsiębiorstwa, jest jednym z najważniejszych syntetycznych mierników oceny działalności i zarazem najważniejszych instrumentów zarządzania przedsiębiorstwem. Syntetyczny charakter tego miernika wynika zarówno z występowania w nim bardzo pojemnych kategorii marketingowych, produkcyjnych i finansowych, jak i związków zachodzących między tymi kategoriami oraz wpływu na wielkość tego miernika czynników ryzyka systematycznego. Instrumentalne podejście do rentowności kapitału własnego pozwala zwrócić uwagę na motywacyjną i kontrolną jej funkcję w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Nie chodzi tutaj tylko o wskazanie na wielkość osiągniętego i/lub podzielonego zysku netto z jednej złotówki posiadanego kapitału własnego, lecz także o sposoby realizacji tej rentowności[13].

3. KLASYCZNE METODY POMIARU RENTOWNOŚCI KAPITAŁU WŁASNEGO

Pomiaru rentowności kapitału własnego w ujęciu względnym dokonuje się stosując analizę wskaźnikową przedsiębiorstwa. W analizie tej klasycznie wykorzystuje się współczynnik rentowności kapitału własnego *roe* (ang. *return on equity ratio*), który jest relacją zysku netto do kapitału własnego. Relację tą wyrazić można za pomocą następującego równania:

$$roe = \frac{EAT}{E}$$

gdzie:
roe – współczynnik rentowności kapitału własnego,
EAT – zysk netto,
E – wartość kapitału własnego.

Jak podaje M. Marcinkowska, współczynnik *roe* pozwala na określenie dochodowości kapitałów własnych, czyli generowanej z nich stopy zysku[14]. Z tego względu bardzo często nazywany jest także stopą zwrotu z kapitału własnego, wyrażaną w ujęciu procentowym.

[12] *Ibidem*, s. 91.
[13] J. Duraj, A. Sajnóg, *op. cit.*, s. 11.
[14] M. Marcinkowska, *op. cit.*, s. 266.

Szacując rentowność kapitału własnego w oparciu o współczynnik *roe*, warto wskazać, iż niepoprawne jest zwykłe porównanie wartości kapitału własnego wyrażonego na dany dzień bilansowy (informacje statyczne) z zyskiem netto przedsiębiorstwa obrazującym całoroczną działalność przedsiębiorstwa (dane strumieniowe). Ten metodyczny problem może być rozwiązany w dwojaki sposób:

1) wielkość bilansową kapitału własnego można ująć jako stan średni w danym okresie:

$$roe_1 = \frac{EAT}{\overline{E}} \times 100$$

gdzie:
roe – współczynnik rentowności kapitału własnego,
EAT – zysk netto na koniec roku obrotowego,
$\overline{E}$ – średnia wartość księgowa kapitału własnego w danym roku sprawozdawczym lub

2) wielkość bilansową kapitału własnego można wykazać z początku badanego okresu:

$$roe_2 = \frac{EAT}{E_0} \times 100$$

gdzie:
E_0 – wartość księgowa kapitału własnego na początek roku obrachunkowego,
pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Odnosząc się do pierwszego rozwiązania, należy wziąć pod uwagę przyjęcie przeciętnego stanu kapitału własnego z danego okresu sprawozdawczego[15]. Do obliczeń stosuje się zwykle miary średnie (niekiedy środkowe), ustalane najczęściej jako średnia arytmetyczna z początku i końca roku obrotowego. Jednak, jak podaje M. Marcinkowska, jest to znaczne uproszczenie i średnia ta powinna być liczona dla większej liczby stanów, np. kwartalnych czy miesięcznych[16].

Drugie ujęcie prezentuje odnoszenie zysku netto jaki został wygenerowany w danym roku do stanu początkowego kapitału własnego. Pokazuje więc, jaką zyskowność osiągnęło przedsiębiorstwo na koniec roku z majątku zaangażowanego na początku roku. W. Jeleń uważa jednak, że do obliczeń współczynników

[15] Por. M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, WN PWN, Warszawa 2005, s. 204.
[16] M. Marcinkowska, *op. cit.*, s. 263.

rentowności należy przyjmować stany na koniec okresu, gdyż wzrost działalności gospodarczej powoduje wzrost np. aktywów, które są z reguły wyższe na koniec roku od stanu początkowego. Dlatego stan realny aktywów powinien być zgodny ze stanem na koniec roku[17].

Ocena rentowności przedsiębiorstwa w oparciu o klasyczną formułę współczynnika rentowności kapitału własnego stwarza konieczność odmiennej jej interpretacji w sytuacji, gdy pojawiają się w niej ujemne wartości licznika i/lub mianownika. Wystąpić mogą bowiem trzy możliwości:

1) ujemny wynik finansowy netto przy dodatniej wartości kapitału własnego,
2) ujemny wynik finansowy netto przy ujemnej wartości kapitału własnego,
3) dodatni wynik finansowy netto przy ujemnej wartości kapitału własnego.

W pierwszej sytuacji, mamy do czynienia z deficytowością przedsiębiorstwa, gdyż angażowanie kapitału własnego powoduje stratę finansową. Taką zależność można nazwać współczynnikiem deficytowości lub straty finansowej, która jest zbieżna z utratą wartości księgowej kapitału własnego. Z kolei przy ujemnym zysku netto i ujemnej wartości kapitału własnego występuje łączna deprecjacja ujemnej wartości kapitału własnego (strata finansowa tworząca i/lub powiększająca ujemna wartość kapitału własnego). Taką relację można zatem określić współczynnikiem jednoczesnej deprecjacji ujemnej wartości kapitału własnego.

W przypadku wystąpienia negatywnej wartości kapitału własnego i dodatniego wyniku finansowego netto pojawia się trudność interpretacyjna współczynnika rentowności kapitału własnego. M. Marcinkowska sugeruje wówczas nieliczenie w ogóle tego współczynnika[18]. Pogląd ten wydaje się być jednak dyskusyjny, gdyż zmiany *in plus* oraz *in minus* zarówno straty finansowej, jak i ujemnej wartości kapitału własnego, są bowiem odzwierciedleniem skali i stopnia nierentowności przedsiębiorstwa. Co więcej, pozwalają na ocenę zagrożenia jednostki upadłością, czy też ocenę słabych stron jej działania.

Kolejną kwestią podnoszoną w odniesieniu do klasycznej formuły współczynnika rentowności kapitału własnego jest także zawartość mianownika, gdyż kapitał własny uwzględnia zysk netto. Niektórzy argumentują, aby pomniejszyć kapitał własny o wynik okresu:

1) po pierwsze aby podwójnie nie stosować tej samej wielkości,
2) po drugie – nie mając pewności co do kierunków podziału zysku, nie ujmuje się w kapitale kwot zysku, które mogą zostać zatrzymane.

W literaturze przedmiotu spotykane są także argumenty przeciwne, tzn. wynik netto przez cały okres powiększa (lub pomniejsza) kapitał własny, zatem uzasadnione jest obliczanie zwrotu z pełnej kwoty kapitałów[19].

---

[17] W. Jeleń, *Metodyka i narzędzia analizy finansowej w praktyce*, „Rachunkowość" 1998, nr 3, s. 139.

[18] M. Marcinkowska, *op. cit.*, s. 268.

[19] *Ibidem.*

Wśród klasycznych metod oceny rentowności kapitału własnego mogą być ponadto stosowane inne kategorie wyniku finansowego, wykazywane chociażby w rachunku zysków i strat. Wśród nich można wymienić: wynik finansowy brutto, wynik z działalności gospodarczej, wynik z działalności operacyjnej czy też wynik ze sprzedaży[20]. Wykorzystanie m. in. zysku brutto może być uzasadnione potrzebą nieuwzględniania w ocenie rentowności kapitału własnego polityki finansowej państwa jako czynnika, na które przedsiębiorstwo nie ma wpływu. Najczęściej jednak stosuje się wynik finansowy netto.

Podkreślić należy, że rentowność kapitału własnego przedsiębiorstwa może być wyrażona zarówno w formule księgowej, jak i w formule rynkowej. W obydwu formułach jest stosunkiem osiągniętego zysku netto do wartości kapitału własnego, z tym że w tej drugiej prezentuje się jego wartość rynkową. Przyjęcie w badaniach wartości księgowych wywołuje niebłahą uwagę natury metodologicznej i merytorycznej. Wartości księgowe nie mogą stanowić bowiem o w pełni wiarygodnej ocenie rentowności kapitału własnego. Tego rodzaju uwaga odnosi się jednakże niemal do wszystkich badań ekonomicznych o charakterze ilościowym i wywołuje potrzebę zwrócenia uwagi na liczne i różnorodne wyceny rynkowe wszystkich składników kapitału przedsiębiorstwa.

4. OCENA RENTOWNOŚI KAPITAŁU WŁASNEGO W OPARCIU O WYNIK CAŁOŚCIOWY

W analizie rentowności kapitału własnego warto skoncentrować się nie tylko na wyniku finansowym (pozycji rachunku zysków i strat), ale również wyniku całościowym, niekiedy nazywanym globalnym (ang. *comprehensive income*). Przyjmując za M. Marcinkowską, wynik całościowy uwzględnia, poza wynikiem finansowym, również przychody i koszty, które zgodnie z przyjętymi konwencjami rachunkowości wpływają bezpośrednio na kapitał własny, m. in. skutki zmian wartości niektórych instrumentów finansowych, skutki przeszacowania wartości aktywów trwałych itp.[21]

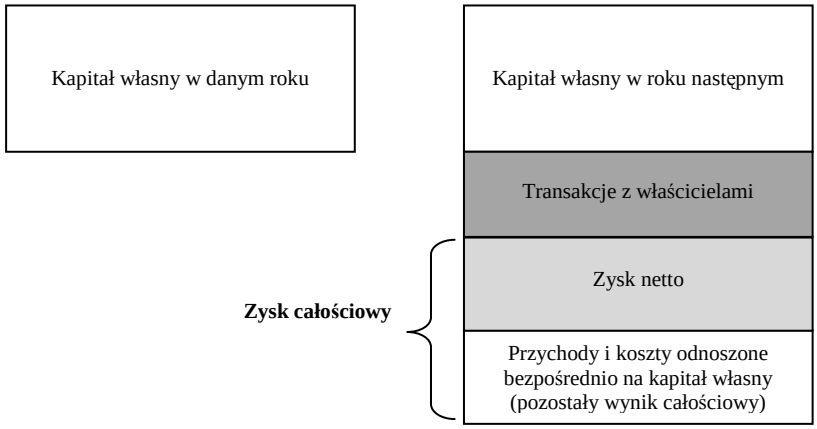
W celu ustalenia wyniku całościowego należy zatem:

1) wziąć pod uwagę, oprócz wyniku netto, także przychody i zyski, koszty i straty, które wpłynęły na zmiany kapitału własnego wykazanego w bilansie lub

2) dokonać analizy zmian kapitału własnego pod kątem tych, które nie wynikają z transakcji z właścicielami (zob. rys. 1).

To drugie podejście nakazuje utożsamiać zysk całościowy ze zmianą kapitału własnego, niewynikającą z transakcji z właścicielami (przychody i koszty odnoszone bezpośrednio na kapitał własny).

[20] Por. E. Nowak, *Analiza sprawozdań finansowych*, PWE, Warszawa 2005, s. 166–167.
[21] M. Marcinkowska, *op. cit.*, s. 264.



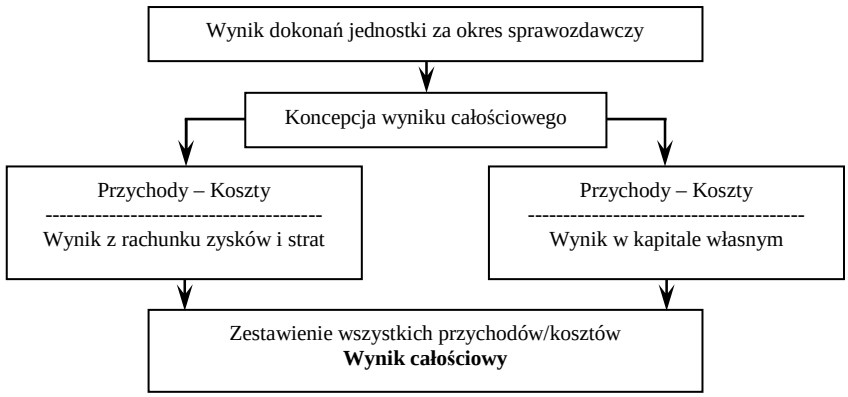
Rys. 1. Definicja zysku całościowego

Źródło: M. Marcinkowska, *Ocena działalności instytucji finansowych*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2007, s. 265.

Formułę współczynnika rentowności kapitału własnego opartego na zysku całościowym można zapisać w sposób następujący:

$$roe_3 = \frac{CI}{\bar{E}} \times 100$$

gdzie:
CI – wynik globalny (całościowy),
pozostałe oznaczenia jak wyżej.



Rys. 2. Koncepcja wyniku całościowego

Źródło: E. Walińska, A. Jurewicz, *Ewolucja sprawozdania finansowego w wymiarze międzynarodowym*, [w:] E. Walińska (red.), *Sprawozdanie finansowe według MSSF. Zasady prezentacji i ujawniania informacji*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011, s. 28.

Warto wskazać, że w przypadku stosowania UoR, informacje niezbędne do oszacowania wyniku całościowego prezentuje rachunek zysków i strat oraz zestawienie zmian w kapitale własnym. Można zatem powiedzieć, że koncepcja wyniku całościowego stanowi niejako połączenie rachunku zysków i strat „wynikowego" z „kapitałowym" (zob. rys. 2).

Natomiast w przypadku Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) i Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (MSR) informacje te ujawniane są w jednym zestawieniu – „sprawozdaniu z całkowitych dochodów", w którym jedna z części stanowi rachunek zysków i strat (zob. tab. 1).

Tabela 1

Uproszczony układ sprawozdania z całkowitych dochodów

<table>
<tr><td>Zysk na sprzedaży</td><td rowspan="4">RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT</td><td rowspan="6">SPRAWOZDANIE Z CAŁKOWITYCH DOCHODÓW</td></tr>
<tr><td>Zysk z działalności operacyjnej</td></tr>
<tr><td>Zysk przed opodatkowaniem</td></tr>
<tr><td>Zysk netto</td></tr>
<tr><td colspan="2">Inne całkowite dochody</td></tr>
<tr><td colspan="2">Całkowite dochody netto (wynik całościowy)</td></tr>
</table>

Źródło: opracowanie własne.

Przyjmując za A. Szychtą, sprawozdanie z całkowitych dochodów składa się z dwóch części:

1) rachunku zysków i strat sporządzonego w tradycyjnym ujęciu oraz
2) zmian w kapitale własnym niezwiązanych z właścicielami oraz ich skutków podatkowych[22].

Kategoria wyniku całościowego jest związana z całkowitymi dochodami przedsiębiorstwa. Dlatego też niejednokrotnie wynik całościowy nazywany jest całkowitym dochodem przedsiębiorstwa[23].

[22] A. Szychta, *Pomiar i prezentowanie wyniku całościowego spółki kapitałowej w sprawozdaniu finansowym*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości", tom 59, Warszawa 2012.

[23] E. Walińska, *Zasady wyceny kapitału własnego oraz jego ujawniania*, [w:] E. Walińska (red.), *Sprawozdanie finansowe według MSSF. Zasady prezentacji i ujawniania informacji*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011, s. 219.

Suma całkowitych dochodów, jak podaje H. Buk, to zmiana w kapitale własnym w ciągu okresu, która nastąpiła na skutek transakcji oraz innych zdarzeń, inna niż zmiany wynikające z transakcji dokonywanych z właścicielami występującymi w charakterze udziałowców. Nadto autorka wskazuje, iż całkowite dochody ogółem obejmują wszystkie składniki „zysków i strat" oraz „inne całkowite dochody". Ta druga kategoria stanowi te pozycje przychodów i kosztów (w tym korekty wynikające z przeklasyfikowania), które nie zostały ujęte jako zyski i straty zgodnie z tym, jak tego wymagają lub na co zezwalają inne MSSF. Składnikami pozostałych całkowitych dochodów są:

a) zmiany w nadwyżce z przeszacowania,

b) zyski i straty aktuarialne z tytułu programu określonych świadczeń,

c) zyski i straty wynikające z przeliczenia pozycji sprawozdania finansowego jednostki działającej za granicą,

d) zyski i straty z tytułu przeszacowania składników aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży,

e) efektywna część zysków i strat związanych z instrumentem zabezpieczającym w ramach zabezpieczenia przepływów pieniężnych,

f) zmiana wartości godziwej określonych zobowiązań, dla których wybrano metodę wyceny przez wynik, którą można przypisać do zmian ryzyka kredytowego zobowiązania[24].

Wynik całościowy wydaje się być bardziej adekwatną miarą stosowaną w szacowaniu rentowności kapitału własnego aniżeli wynik finansowy, gdyż zawiera w sobie wszystkie zmiany cen aktywów na przestrzeni badanego okresu, pomijane w zysku netto. Uwzględnienie zysku całościowego daje zatem podstawę do pełniejszej oceny rentowności i ustalenie łącznej zyskowności zaangażowanego kapitału przedsiębiorstwa, która wyraża się całkowitym wzrostem (lub spadkiem) dochodów dla właścicieli.

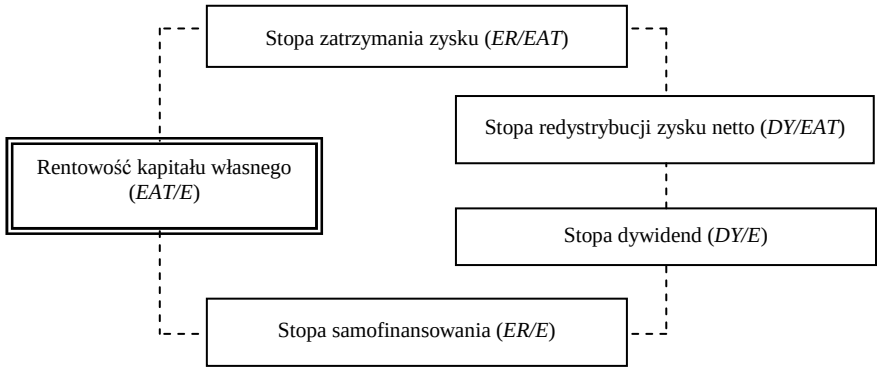
Analizując *comprehensive income* amerykańskich spółek znajdujących się w indeksie S&P 500, można dostrzec bardzo ciekawe, lecz niepokojące zjawisko. Mianowicie, badane spółki w ostatnich 4 kwartałach 2009 wykazały 295 mld dolarów zysku netto, natomiast ich zysk całościowy wynosił –200 mld dolarów. Ponadto dysproporcje pomiędzy oboma wynikami znacząco wzrosły, co może świadczyć, że przedsiębiorstwa starają się w coraz większym stopniu ukrywać rzeczywiste wyniki finansowe[25].

[24] H. Buk, *Zróżnicowana informacja o dochodach spółki w zależności od stosowanych standardów sprawozdawczości finansowej*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, „Acta Universitatis Lodziensis" 2013, Folia Oeconomica, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013 (w druku).

[25] K. Dankowski, *Papierowe zyski, których nie ma*, Portal SKARBIEC.BIZ, 04.06.2009 – http://www.skarbiec.biz/gospodarka/04_06_2009.htm.

5. RENTOWNOŚĆ KAPITAŁU WŁASNEGO BAZUJĄCA NA ZYSKACH ZATRZYMANYCH

Związek zysku netto z rentownością kapitału własnego i korzyściami dla akcjonariuszy znajduje wyraz także w polityce podziału zysku netto, a szczególnie w polityce dywidendowej przedsiębiorstwa[26]. Oczekiwana stopa wzrostu notowań spółki na giełdzie składa się ze stopy dywidendy oraz wskaźnika określającego potencjalne zyski ze wzrostu kursów akcji na skutek zatrzymania zysku w przedsiębiorstwie (zob. rys. 3).



Rys. 3. Związek polityki podziału zysku netto z rentownością kapitału własnego przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne na podstawie J. Ostaszewski, T. Cicirko, *Finanse spółki akcyjnej*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2007, s. 174.

Uwzględniając redystrybucję wypracowanego zysku netto przedsiębiorstwa, wskazać należy na kategorię zysku zatrzymanego, który jest podstawowym źródłem zwiększania wartości księgowej kapitału własnego, gdyż środki pochodzące z niepodzielonego zysku powiększają pozycje bilansowe kapitałów. Ponadto kapitalizacja zysku netto stanowi obok amortyzacji bardzo ważne wewnętrzne źródło samofinansowania działalności przedsiębiorstw.

W literaturze istnieją liczne rozbieżności w definiowaniu zysku zatrzymanego (ang. *retained earnings*). Zysk zatrzymany może być traktowany w szerszym ujęciu jako część wyniku finansowego, która nie została przeznaczona na dywidendy, tantiemy, nagrody oraz inne wypłaty z zysku, lecz pozostała

[26] M. Wypych, *Umorzenie akcji i wypłata dywidend a wycena rynkowa spółki*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania T. V*, Wydawnictwo Novum, Płock 2004, s. 107.

w przedsiębiorstwie[27]. Bezsprzecznie należy wskazać, iż zyski zatrzymane są kategorią znacznie szerszą do zysków niepodzielonych z lat ubiegłych prezentowanych w bilansie. Dość często prezentowane jest podejście, iż zysk zatrzymany w danym roku jest utożsamiany z wartością zysku netto wygospodarowanego w tym roku pomniejszonego o wypłaconą dywidendę po zakończeniu roku obrotowego[28]:

$$ER_t = EAT_{t-1} - DY_t$$

gdzie:
ER_t – zysk zatrzymany w danym roku,
EAT_{t-1} – zysk netto z roku poprzedniego,
DY_t – dywidendy wypłacone w danym roku.

To podejście wydaje się niewystarczające, gdyż zgodnie z MSSF/MSR zyski zatrzymane stanowią szczególną pozycję kapitałów własnych, na którą składają się takie elementy jak:

a) zysk netto bieżącego okresu,

b) przychody i koszty (wraz z podatkiem odroczonym lub bieżącym) wynikające z błędów lat poprzednich (o ile nie są wyodrębnione w pozycji wynik lat ubiegłych),

c) przychody i koszty (wraz z podatkiem odroczonym lub bieżącym) będące wynikiem zmian polityki rachunkowości (o ile nie są wyodrębnione w pozycji wynik lat ubiegłych),

d) dywidendy wynikające z podziału zysków przez właścicieli[29].

Można to zapisać za pomocą następującego równania:

$$ER_t = EAT_{t-1} - DY_t - R_t$$

gdzie:
R_t – rezultat zmian przychodów i kosztów niewykazanych w pozycji wynik z lat ubiegłych,
pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Mając na względzie powyższe, ocena rentowności na podstawie wyłącznie wielkości zysków zatrzymanych jest niewystarczająca. Istnieje bowiem potrzeba

[27] A. Sajnóg, *Zysk zatrzymany a wartość rynkowa przedsiębiorstwa – ujęcie sektorowe*, [w:] J. Duraj (red.), *Problemy współczesnej analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007, s. 411.

[28] R. Sangajło, D. Stronka, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw T. II*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Komunikacji i Zarządzania, Poznań 2001, s. 33.

[29] Por. E. Walińska, *Zasady wyceny…*, *op. cit.*, s. 211.

ujęcia relatywnego, czyli odniesienia zysków zatrzymanych do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa. W literaturze przedmiotu ową relację zysku zatrzymanego do kapitału własnego określa się mianem stopy samofinansowania[30], stopy wzrostu kursu akcji[31], potencjalnej wewnętrznej stopy wzrostu[32] bądź wskaźnika reinwestycji[33]. Można ją wyrazić za pomocą następującego równania:

$$Stopa\ samofinansowania = \frac{ER}{\overline{E}} \times 100$$

gdzie:
ER – zysk zatrzymany,
pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Jak podaje H. Buk, dla analityka finansowego istotniejszą jest jednak informacja o przyroście zysków zatrzymanych aniżeli o kwocie zysku w okresie sprawozdawczym[34]. Wydaje się zatem, że w ocenie rentowności kapitału własnego można posłużyć się miarą opartą na skumulowanym zysku zatrzymanym. Wówczas formuła współczynnika rentowności kapitału własnego przyjmie następującą postać:

$$roe_4 = \frac{\Delta ER}{\overline{E}} \times 100$$

gdzie:
ΔER – przyrost zysków zatrzymanych,
pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Współczynnik rentowności kapitału własnego *roe* obliczony na podstawie skumulowanych zysków zatrzymanych może dostarczać właścicielom pełniejszej, bardziej oczekiwanej informacji o przyszłych wynikach działalności przedsiębiorstwa[35].

---

[30] J. Ostaszewski, T. Cicirko, *Finanse spółki akcyjnej*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2007, s. 174.

[31] J. Szczepankowski, *Finanse przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka T. II*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 1999, s. 40.

[32] M. Sierpińska, *Polityka dywidendy w spółkach kapitałowych*, WN PWN, Warszawa–Kraków 1999, s. 89.

[33] R. A. Brealey, S. C. Myers, A. J. Marcus, *Fundamentals of Corporate Finance*, McGrew-Hill, USA 2001, s. 144.

[34] H. Buk, *Czytelność informacji o kapitałach własnych prezentowanych w sprawozdaniu finansowym*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość i kapitał publicznych spółek akcyjnych*, „Acta Universitatis Lodziensis" 2012, Folia Oeconomica 262, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 90.

[35] Por. A. Matuszewska-Pierzynka, *Rentowność kapitału własnego w oparciu o przyrost zysków zatrzymanych*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*,

6. RENTOWNOŚĆ KAPITAŁU WŁASNEGO OPARTA NA PRZEPŁYWACH PIENIĘŻNYCH

Warto podkreślić, że dla dodatkowej oceny rentowności kapitału własnego przedsiębiorstwa można zastosować również formuły pieniężnych stóp zwrotu z kapitału własnego. Przepływy pieniężne są różnie definiowane w literaturze przedmiotu. Ogólnie odzwierciedlają strumień wpływów i wydatków przedsiębiorstwa związanych z jego działalnością gospodarczą[36]. Najczęściej kojarzone są z nadwyżkami finansowymi netto (środkami pieniężnymi netto[37]) rozumianymi jako różnica między wpływami a wydatkami[38].

T. Wiśniewski podkreśla, że mimo istnienia dużego chaosu pojęciowego dotyczącego ustalania i funkcjonowania rachunku przepływów pieniężnych (ang. *cash flow*), to jednym z jego celów jest uzyskanie lepszego niż w bilansie i rachunku zysków i strat skorygowanego obrazu wyniku finansowego, który spełniałby rolę indykatora zysku dla oceny obecnej i przyszłej zyskowności (dochodowości)[39].

Można uznać, że dzięki funkcjonowaniu rachunku przepływów środków pieniężnych uzyskuje się lepszy obraz działalności przedsiębiorstwa pod kątem generowania dochodowości aniżeli opieranie się wyłącznie na wskaźnikach zyskowności. Przepływ środków pieniężnych odzwierciedla lepiej aniżeli zysk efekt gospodarowania przedsiębiorstwem, gdyż wskazuje na rzeczywisty przebieg jego siły dochodowej w okresach minionych i stanowi istotny punkt wyj-

---

„Acta Universitatis Lodziensis" 2013, Folia Oeconomica, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013 (w druku).

[36] T. Waśniewski, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości, Warszawa 1993, s. 351 i nast.

[37] Warto zaznaczyć rozróżnienie trzech pojęć:

a) przepływy pieniężne – wydatki i wpływy środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w jednostce,

b) środki pieniężne – aktywa pieniężne, znajdujące się w obrocie gotówkowym lub w obrocie następującym za pośrednictwem bieżących rachunków bankowych; zalicza się do nich gotówkę w kasie oraz depozyty płatne na żądanie,

c) ekwiwalenty środków pieniężnych – aktywa pieniężne niezaliczane do środków pieniężnych i inne aktywa finansowe, które charakteryzują się wysokim stopniem płynności, nieznacznym ryzykiem utraty wartości oraz krótkim terminem płatności lub wymagalności. – Por. J. Ostaszewski, T. Cicirko, *Finanse spółki akcyjnej*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2005, s. 35.

[38] M. Wypych (red.), *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, Wydawnictwo Absolwent, Łódź 2007, s. 141.

[39] T. Waśniewski, *Ustalanie i zastosowanie przepływu środków pieniężnych oraz przepływu kapitałów w ocenie zmian płynności i pozycji finansowej przedsiębiorstwa*, [w:] L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj, E. Kurtys, T. Waśniewski, B. Wersty, *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2003, s. 124.

ścia do obliczania przyszłych możliwości utrzymania osiąganych wyników. Ponadto na podstawie przepływów pieniężnych przedsiębiorstwa można ocenić:

a) możliwości generowania przez przedsiębiorstwo gotówki i jej ekwiwalentów,

b) zmiany w majątku netto przedsiębiorstwa,

c) płynność i wypłacalność przedsiębiorstwa,

d) możliwości i skuteczność adaptacji przedsiębiorstwa, odzwierciedlonej za pomocą kwoty i terminowości przepływów pieniężnych[40].

Mankamenty zysku księgowego są przedmiotem krytyki ze strony wielu autorów[41]. Najczęściej podkreślanym zarzutem jest stwierdzenie, iż na wielkość zysku wpływają stosowane zasady rachunkowości. Jego wartość zależy od przyjętych zasad księgowania zapasów, operacji leasingowych, kosztów, tworzenia rezerw itp. Dowolność w zakresie stosowania standardów rachunkowości skutkuje tym, iż sama wielkość wykazanego wyniku finansowego w sprawozdaniu finansowym może nie mieć związku z efektem gospodarowania kapitałem przedsiębiorstwa[42]. Ponadto na wielkość wyniku finansowego mogą mieć wpływ uwarunkowania subiektywne – podejście, postawy, motywy właścicieli oraz zarządzających jednostką. Wśród przedsiębiorstw i ich menadżerów istnieje nawet przekonanie o zasadności „wygładzania" zysku netto dla celów oddziaływania na notowania spółki na giełdzie[43]. Jednakże, jak podaje A.N. Duraj, manipulacje księgowe dokonywane w celu wykazania większego zysku aniżeli zysk w rzeczywistości wygospodarowany przez przedsiębiorstwo są często uzasadniane przez menedżerów korzyściami dla jednostki i dla jej akcjonariuszy. Wskazuje się przy tym na korzyści, których źródłem może być m. in. stabilność wypłat dywidendy czy stabilność wypłat premii dla zarządu przedsiębiorstwa[44]. Nadto w literaturze coraz częściej mówi się o zarządzaniu zyskiem (polityce bilansowej, wielkościach polityki bilansowej, polityce zamknięcia roku obrotowego itp.)[45] a nawet o legalnym bądź nielegalnym zarządzaniu zyskiem[46].

---

[40] J. Duraj, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1996, s. 96.

[41] Zob. A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy – poradnik*, WIG Press, Warszawa 1999, s. 15–35; T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG Press, Warszawa 1997, s. 150; T. Dudycz, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005, s. 152–154; M. Sierpińska, *op. cit.*, s. 37–38; A. Rutkowski, *Ekonomiczna wartość dodana w ocenie organizacji gospodarczej*, „Przegląd Organizacji" 1999, nr 1.

[42] Por. M. Chmielewski, *Mierniki oceny powodzenia restrukturyzacji*, [w:] A. Herman, J. Bieliński (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2001, s. 148.

[43] M. Kronner, Ch. Herold, *Gestaltung der Rechnungslegunsnormen zur Vermeidung manipulativer Umsatzrealiesierung*, „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis" 2007, Heft 2, s. 151.

[44] A. N. Duraj, *Funkcje rezerw w przedsiębiorstwie*, „Ekonomia" 2003, nr 11, s. 39.

[45] J. Baetge, H. J. Kirsch, S. Thiele, *Bilanzanalyse*, IDW Verlag, Düsseldorf 2004, s. 153–159.

[46] Ch. Hofmann, M. Arnegger, J. Kopitzke, *Gewinnmanagement und Arbeitanreize bei fehlerhaften Performancemaßen*, „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis" 2007, Heft 2, s. 127.

Przykładem współczynnika rentowności kapitału własnego, uwzględniającego przepływy pieniężne, może być wskaźnik wydajności pieniężnej kapitału własnego, który można zapisać według następującego wzoru[47]:

$$roe_5 = \frac{OCF}{\overline{E}} \times 100$$

gdzie:
OCF – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej,
pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Powyższa relacja mierzy zdolność kapitału własnego do generowania strumienia pieniężnego z działalności operacyjnej. Jego wysokie wartości mogą świadczyć o potencjale rozwoju przedsiębiorstwa i możliwościach wypłat dywidend. Analiza „pieniężnej" („kasowej") rentowności kapitału własnego może stanowić zamiennik standardowego miernika *roe*, opartego na zysku księgowym.

W tym miejscu należy podkreślić, iż uwagi dotyczące kreatywnej rachunkowości są aktualne nie tylko dla zysków księgowych, ale także dla przepływów pieniężnych. Wskazuje się, że przepływy pieniężne są jednak mniej podatne na manipulacje księgowe w przeciwieństwie do zysku. Ponadto mankamenty zysku są zwykle podawane w kontekście podejścia krótkookresowego, zaś w dłuższych okresach zysk wykazuje tendencje podobne do zmian występujących w nadwyżce środków pieniężnych[48]. W dłuższej perspektywie, jak podaje M. Sierpińska, bezsprzecznie najważniejszym miernikiem rzeczywistej „siły dochodowej" przedsiębiorstwa jest zysk[49]. Dlatego, mimo istnienia wielu argumentów przemawiających za stosowaniem przepływów pieniężnych w ocenie efektywności przedsiębiorstwa, nie należy ich utożsamiać z zyskiem, bezpośrednio związanym z pojęciem rentowności przedsiębiorstwa.

7. ANALIZA PORÓWNAWCZA METOD SZACOWANIA RENTOWNOŚCI KAPITAŁU WŁASNEGO NA PRZYKŁADZIE WYBRANYCH SPÓŁEK SEKTORA PALIWOWEGO

Ocena metod szacowania rentowności kapitału własnego skupiona została na analizie porównawczej trzech wybranych spółek giełdowych z sektora pali-

[47] Por. M. Jerzemowska, *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2004, s. 152; M. Sierpińska, *Zawartość informacyjna rachunku przepływów pieniężnych*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, nr 1042, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2004, s. 190–191.

[48] T. Waśniewski, *Ustalanie i zastosowanie przepływu środków pieniężnych oraz przepływu kapitałów w ocenie zmian płynności i pozycji finansowej przedsiębiorstwa*, [w:] L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj, E. Kurtys, T. Waśniewski, B. Wersty, *op. cit.*, s. 125.

[49] M. Sierpińska, *Polityka dywidend...*, *op. cit.*, s. 91.

wowego, notowanych na GPW w Warszawie (PGNiG SA, PKN ORLEN SA oraz GRUPA LOTOS SA). Dobór spółek z jednego sektora podyktowany został cechą charakterystyczną współczynników rentowności, które porównywać należy w ujęciu branżowym. Mając na względzie potrzebę porównania stóp zwrotu z kapitału własnego, opartych na wyniku finansowym, wyniku całościowym, skumulowanych zyskach zatrzymanych oraz przepływach pieniężnych, założono trzyletni okres badawczy, tj. lata 2009–2011. Poczynione założenie wynikało z faktu, iż kategorię „dochodu" wprowadzono do formalnej sprawozdawczości finansowej w Polsce w 2009 r. Poczynając od tego roku, spółki stosujące MSSF sporządzają sprawozdanie z całkowitych dochodów, którego treść umożliwia wyodrębnienie wyniku całościowego. Diagnoza została przeprowadzona w oparciu o sprawozdania finansowe wybranych spółek, dostępne na ich stronach internetowych[50].

Wyniki badań zaprezentowane w tab. 2 wskazują, że w latach 2009–2011 wszystkie analizowane spółki generowały zysk netto, który jest wyznacznikiem rentowności działania tych jednostek. Również i dodatnia wartość kapitału własnego wskazuje na brak deprecjacji efektywności ocenianych przedsiębiorstw.

Badania empiryczne nad zmianami całkowitych dochodów wskazują na występowanie znacznego zróżnicowania ich wielkości w badanych spółkach. W większości sprawozdań finansowych analizowanych przedsiębiorstw pojawiły się pozycje „innych całkowitych dochodów netto", które zdywersyfikowały wartości zysku i całkowitych dochodów netto. Obserwacja owych różnic wskazuje przede wszystkim na pozytywne i negatywne skutki zabezpieczeń przepływów pieniężnych, wyceny instrumentów finansowych czy też różnic kursowych.

Obliczone wartości współczynników samofinansowania w spółkach PGNiG SA oraz PKN ORLEN SA w latach 2009–2011 wyniosły około 81–86%, co wskazuje na dość stabilny udział zysków zatrzymanych w kształtowaniu wartości kapitału własnego badanych przedsiębiorstw (zob. rys. 4). Oceniana relacja miała mniejsze znaczenie w spółce GRUPA LOTOS SA, gdyż potencjalna wewnętrzna stopa wzrostu wyniosła około 11–15%.

Badania empiryczne nad rentownością kapitału własnego, za pomocą prezentowanych metod jej szacowania, wskazują na występowanie znacznego zróżnicowania wartości poszczególnych miar w badanych spółkach (zob. tab. 3).

Obliczone klasyczne współczynniki rentowności kapitału własnego (roe_1 oraz roe_2) nie różniły się znacząco od siebie. Należy jednakże bezsprzecznie stwierdzić, iż poza jednym przypadkiem spółki GRUPA LOTOS SA w 2011 r., stopy zwrotu z kapitału własnego, wyrażone jako relacja zysku netto jaki został wygenerowany w danym roku do stanu początkowego kapitału własnego, okazały się wyższe aniżeli te, które szacowane były na podstawie przeciętnego stanu kapitału własnego z danego okresu sprawozdawczego.

[50] http://www.pgnig.pl; http://www.orlen.pl; http://www.lotos.pl.

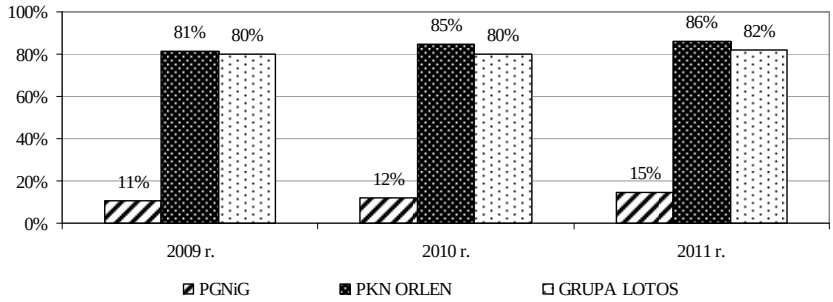
Tabela 2

Wybrane dane finansowe badanych spółek w latach 2008–2011 (dane w tys. zł)

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	Spółki akcyjne
Wynik finansowy netto	865 742	1 203 606	2 457 184	1 626 184	PGNiG
	–2 526 626	1 300 167	2 455 467	2 015 003	PKN ORLEN
	–675 704	591 327	464 954	307 670	GRUPA LOTOS
Całkowite dochody netto (wynik całościowy)	815 266	1 217 327	2 537 359	1 690 190	PGNiG
	–1 137 168	1 211 414	2 658 224	2 689 065	PKN ORLEN
	–675 704	591 327	464 954	–111 611	GRUPA LOTOS
Zysk zatrzymany	2 376 809	2 347 193	2 723 499	3 655 110	PGNiG
	15 704 788	17 004 955	19 428 670	21 852 261	PKN ORLEN
	3 315 160	3 906 487	4 503 832	4 811 502	GRUPA LOTOS
Przyrost zysków zatrzymanych	*x*	*–29 616*	*376 306*	*931 611*	PGNiG
	x	*1 300 167*	*2 423 715*	*2 423 591*	PKN ORLEN
	x	*591 327*	*597 345*	*307 670*	GRUPA LOTOS
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	1 492 920	2 554 924	3 843 312	2 467 905	PGNiG
	3 616 760	5 161 793	6 110 199	761 106	PKN ORLEN
	–160 780	–25 227	282 395	138 906	GRUPA LOTOS
Kapitał własny	20 715 925	21 402 048	23 519 470	24 496 660	PGNiG
	20 531 647	21 707 211	24 239 953	26 798 683	PKN ORLEN
	4 399 811	5 347 708	5 945 053	5 833 442	GRUPA LOTOS
*Średni stan kapitału własnego**	*x*	*21 058 987*	*22 460 759*	*24 008 065*	PGNiG
	x	*21 119 429*	*22 973 582*	*25 519 318*	PKN ORLEN
	x	*4 873 760*	*5 646 381*	*5 889 248*	GRUPA LOTOS

* Do obliczeń użyto średniej arytmetycznej wartości kapitału własnego z początku i końca roku obrotowego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych PGNiG SA, PKN ORLEN SA oraz GRUPA LOTOS SA za lata 2009–2011.



Rys. 4. Stopy samofinansowania badanych spółek w latach 2009–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych PGNiG SA, PKN ORLEN SA oraz GRUPA LOTOS SA za lata 2009–2011.

Tabela 3

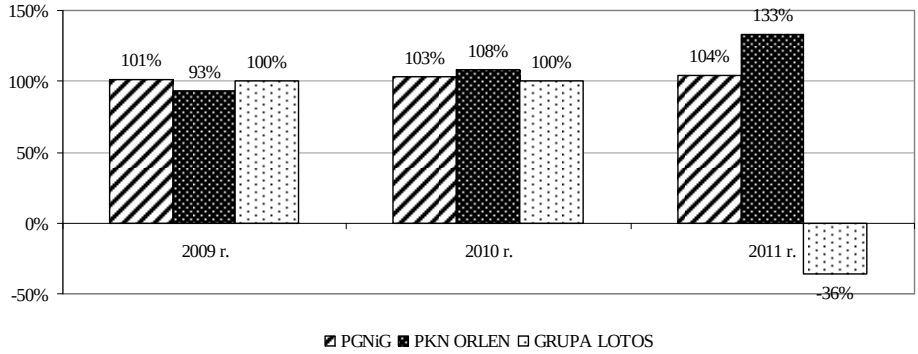
Rentowność kapitału własnego badanych spółek w latach 2009–2011 (dane w %)

Wyszczególnienie	2009	2010	2011	Spółki akcyjne
$roe_1 = \frac{EAT}{\overline{E}}$	5,72	10,94	6,77	PGNiG
	6,16	10,69	7,90	PKN ORLEN
	12,13	8,23	5,22	GRUPA LOTOS
$roe_2 = \frac{EAT}{E_0}$	5,81	11,48	6,91	PGNiG
	6,33	11,31	8,31	PKN ORLEN
	13,44	8,69	5,18	GRUPA LOTOS
$roe_3 = \frac{CI}{\overline{E}}$	5,78	11,30	7,04	PGNiG
	5,74	11,57	10,54	PKN ORLEN
	12,13	8,23	–1,90	GRUPA LOTOS
$roe_4 = \frac{\Delta ER}{\overline{E}}$	–0,14	1,68	3,88	PGNiG
	6,16	10,55	9,50	PKN ORLEN
	12,13	10,58	5,22	GRUPA LOTOS
$roe_5 = \frac{OCF}{\overline{E}}$	12,13	17,11	10,28	PGNiG
	24,44	26,60	2,98	PKN ORLEN
	–0,52	5,00	2,36	GRUPA LOTOS

Źródło: jak do tab. 2.

Generalnie rzecz ujmując, wartości powyższych współczynników różniły się od siebie zaledwie o część punktu procentowego. Jedynie w spółce GRUPA LOTOS SA w 2009 r. bezwzględne odchylenie tych miar wyniosło około 1,3 punktu procentowego. Dlatego też do dalszej analizy porównawczej metod szacowania rentowności kapitału własnego wybrano jeden z klasycznych mierników rentowności, a mianowicie roe_1.

Szczegółowa weryfikacja danych empirycznych wykazała, iż wartości współczynników rentowności kapitału własnego obliczone przy użyciu wyniku całościowego (roe_3) w większości analizowanych jednostek okazały się wyższe od klasycznych miar (roe_1). Sytuacja ta wynikała z odchyleń wartości wyniku całościowego oraz wyniku finansowego netto w badanym okresie (por. tab. 2). Największe odchylenia zanotowano w 2011 r. w spółce PKN ORLEN SA oraz GRUPA LOTOS SA (zob. rys. 5). W pierwszej z nich wynik całościowy okazał się o 33,5% wyższy od zysku netto, zaś w drugiej jednostce rozpatrywana relacja była ujemna, co potwierdza deficytowość spółki GRUPA LOTOS SA w 2011 r. Warto zaznaczyć, iż obliczone klasycznie stopy zwrotu z kapitału własnego (roe_1 oraz roe_2) w tym przypadku wskazywały na ponad pięcioprocentową zyskowność tego przedsiębiorstwa. W pozostałych latach spółka ta nie osiągała innych całkowitych dochodów, tym samym wartości współczynników rentowności roe_1 oraz roe_3 były sobie równe.



Rys. 5. Relacja wyniku całościowego do wyniku finansowego netto badanych spółek w latach 2009–2011

Ź r ó d ł o: jak do rys. 4.

Wartości obliczonych współczynników rentowności kapitału własnego bazujące na wyniku finansowym netto (roe_1) oraz w oparciu o przyrost zysków zatrzymanych (roe_4) niewątpliwie różnią się od siebie. Największą różnicę zauważono w spółce PGNiG SA. Na szczególną uwagę w tej jednostce zasługuje 2009 r., w którym odnotowano ujemną wartość stopy zwrotu z kapitału własnego szacownej na podstawie skumulowanych zysków zatrzymanych. W kolejnych latach odchylenia między tymi miarami okazały się dodatnie, ale jednak dość znaczne. Na podstawie obserwacji danych empirycznych w dwóch pozostałych spółkach (PKN ORLEN SA oraz GRUPA LOTOS SA), można stwierdzić rozbieżności między współczynnikami roe_4 i roe_1, zarówno *in plus*, jak i *in minus*.

Posługując się metodą szacowania rentowności kapitału własnego w ujęciu kasowym, należy bezsprzecznie stwierdzić największe różnice w wartościach klasycznych miar *roe* i współczynników wydajności pieniężnej kapitału własnego (roe_5). Obserwacja tych drugich wskazuje w wielu przypadkach na występowanie ponadprzeciętnej zyskowności jednostek. W szczególności taka sytuacja dotyczy spółek PGNiG SA oraz PKN ORLEN SA, w których pieniężne stopy zwrotu z kapitału własnego przekraczały niekiedy dwukrotnie bądź nawet trzykrotnie wartości tradycyjnych współczynników rentowności kapitału własnego. Odmienna sytuacja występowała w spółce GRUPA LOTOS SA, gdyż kasowe mierniki rentowności we wszystkich badanych latach okazały się niższe od współczynników opartych na zysku netto. Ponadto w 2009 r. obliczony współczynnik roe_5 świadczył o występowaniu „pieniężnej" deficytowości tej jednostki.

8. PODSUMOWANIE

Przeprowadzone badania teoretyczno-empiryczne nad oceną rentowności kapitału własnego wskazują na występowanie wielu złożonych problemów merytorycznych, metodycznych i praktycznych. Analiza stóp zwrotu z kapitału własnego zwykle dokonywana jest w oparciu o standardową postać współczynnika rentowności, która opiera się na wyniku finansowym netto, w szczególności w relacji do średniego stanu tego kapitału. Klasyczne kryteria oceny rentowności kapitału własnego pozwalają dostrzec konieczność poszerzenia analizy o wykorzystanie różnorodnych formuł współczynników rentowności, które bazują także na wyniku całościowym, zyskach zatrzymanych bądź przepływach pieniężnych.

Analizowane spółki akcyjne charakteryzowały się pewnym zróżnicowaniem wartości współczynników rentowności kapitału własnego *roe*. Należy wskazać, iż największe różnice wystąpiły między kasowym a memoriałowym ujęciem stóp zwrotu z kapitału własnego. Zainteresowanie wzbudza także rozbieżność klasycznych miar rentowności oraz tych, które zostały oszacowane w oparciu o skumulowane zyski zatrzymane oraz wynik całościowy. W szczególności chodzi o sytuację deficytowości przedsiębiorstw, które wykazują w sprawozdaniach finansowych ujemne wartości całkowitych dochodów przy dodatnim wyniku finansowym netto.

W oparciu o liczne kontrowersje wokół mierników oceny efektywności działania przedsiębiorstw, nie ulega wątpliwości, że jednym z kluczowych elementów analizy rentowności kapitału własnego jest umiejętne wykorzystanie dostępnych miar. Aspekt ten nabiera szczególnego znaczenia w kontekście ujęcia rynkowego rentowności jednostek. Po pierwsze wskazuje na konieczność zastosowania określonych formuł rynkowych, po drugie zaś podkreśla zasadność podjęcia dalszych badań w zakresie związków między wartościami współczynników rentowności kapitału własnego a kształtowaniem się wartości rynkowej spółek giełdowych.

BIBLIOGRAFIA

Baetge J., Kirsch H. J., Thiele S., *Bilanzanalyse*, IDW Verlag, Düsseldorf 2004.

Bednarski L., *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2007.

Bednarski L., Borowiecki R., Duraj J., Kurtys E., Waśniewski T., Wersty B., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2003.

Brealey R. A., Myers S. C., Marcus A. J., *Fundamentals of Corporate Finance*, McGrew-Hill, USA 2001.

Chmielewski M., *Mierniki oceny powodzenia restrukturyzacji*, [w:] A. Herman, J. Bieliński (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2001.

Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG Press, Warszawa 1997.

Buk H., *Czytelność informacji o kapitałach własnych prezentowanych w sprawozdaniu finansowym*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość i kapitał publicznych spółek akcyjnych*, „Acta Universitatis Lodziensis" 2012, Folia Oeconomica 262, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012.

Buk H., *Zróżnicowana informacja o dochodach spółki w zależności od stosowanych standardów sprawozdawczości finansowej*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, „Acta Universitatis Lodziensis" 2013, Folia Oeconomica, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013 (w druku).

Burzym E., *Pomiar i ocena rentowności przedsiębiorstw przemysłowych*, PWE, Warszawa 1971.

Dankowski K., *Papierowe zyski, których nie ma*, Portal SKARBIEC.BIZ, 04.06.2009 – http://www.skarbiec.biz/gospodarka/04_06_2009.htm.

Dębski W., *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, WN PWN, Warszawa 2005.

Dobija M., *Rachunkowość zarządcza i controlling*, WN PWN, Warszawa 2002.

Dudycz T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.

Duraj A.N., *Funkcje rezerw w przedsiębiorstwie*, „Ekonomia" 2003, nr 11.

Duraj J., *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1996.

Duraj J., Sajnóg A., *Rentowność kapitału własnego giełdowych spółek przemysłowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2011.

Gierusz J., *Koszty i przychody w świetle nadrzędnych zasad rachunkowości*, ODDK, Gdańsk 2005.

Hofmann Ch., Arnegger M., Kopitzke J., *Gewinnmanagement und Arbeitanreize bei fehlerhaften Performancemaßen*, „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis" 2007, Heft 2.

Jeleń W., *Metodyka i narzędzia analizy finansowej w praktyce*, „Rachunkowość" 1998, nr 3.

Jerzemowska M., *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2004.

Kronner M., Herold Ch., *Gestaltung der Rechnungslegunsnormen zur Vermeidung manipulativer Umsatzrealiesierung*, „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis" 2007, Heft 2.

Marcinkowska M., *Ocena działalności instytucji finansowych*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2007.

Matuszewska-Pierzynka A., *Rentowność kapitału własnego w oparciu o przyrost zysków zatrzymanych*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, „Acta Universitatis Lodziensis" 2013, Folia Oeconomica, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013 (w druku).

Nowak E., *Analiza sprawozdań finansowych*, PWE, Warszawa 2005.

Ostaszewski J., Cicirko T., *Finanse spółki akcyjnej*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2007.

Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy – poradnik*, WIG Press, Warszawa 1999.

Rutkowski A., *Ekonomiczna wartość dodana w ocenie organizacji gospodarczej*, „Przegląd Organizacji" 1999, nr 1.

Sajnóg A., *Operacyjny i strategiczny wymiar oceny zróżnicowania rentowności kapitału własnego spółek przemysłowych*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.

Sajnóg A., *Zysk zatrzymany a wartość rynkowa przedsiębiorstwa – ujęcie sektorowe*, [w:] J. Duraj (red.), *Problemy współczesnej analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007.

Sangajło R., Stronka D., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw T. II*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Komunikacji i Zarządzania, Poznań 2001.

Sierpińska M., *Polityka dywidendy w spółkach kapitałowych*, WN PWN, Warszawa–Kraków 1999.

Sierpińska M., *Zawartość informacyjna rachunku przepływów pieniężnych*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, nr 1042, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2004.
Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, WN PWN, Warszawa 2005.
Stępień K., *Rentowność a wypłacalność przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2008.
Szczepankowski J., *Finanse przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka T. II*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 1999.
Szychta A., *Pomiar i prezentowanie wyniku całościowego spółki kapitałowej w sprawozdaniu finansowym*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości", tom 59, Warszawa 2012.
Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, DzU 1994, nr 121, poz. 591, z późn. zm.
Walińska E. (red.), *Sprawozdanie finansowe według MSSF. Zasady prezentacji i ujawniania informacji*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011.
Waśniewski T., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości, Warszawa 1993.
Waśniewski T., Skoczylas W., *Analiza rentowności przedsiębiorstwa*, „Rachunkowość" 1993, nr 9.
Wypych M. (red.), *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, Wydawnictwo Absolwent, Łódź 2007.
Wypych W., *Umorzenie akcji i wypłata dywidend a wycena rynkowa spółki*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania T. V*, Wydawnictwo Novum, Płock 2004.

Artur Sajnóg

AROUND THE RESEARCH METHODS OF RETURN ON EQUITY

The issues of the profitability of equity constitutes an important aspect in the enterprise management, particularly as an element which can increase market value. Against this background the realistic estimate of the return on equity and its impact on the effectiveness of the enterprise come into a relevant prominence. The main aim of the article is to draw attention to the variety of assessment methods return on equity, existing in the literature on the subject. This paper shows the results of theoretical and empirical research on the comparative analysis of rates of return on equity, based on the net profit, comprehensive income, cumulative retained earnings and cash flows. The adoption of a particular method of estimating the return on equity may differentiate assessment of the effectiveness of the enterprise. The empirical studies have been included in selected fuel industry companies quoted in the Warsaw Stock Exchange in the period 2009–2011.

Key words: equity, return on equity, return on equity ratio, companies quoted in the Warsaw Stock Exchange.