

Finanse

# Wynik całkowity – jakość i użyteczność w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych

Artur Sajnóg



**Wynik całkowity – jakość  
i użyteczność w procesie  
podejmowania decyzji  
inwestycyjnych**



WYDAWNICTWO  
UNIWERSYTETU  
ŁÓDZKIEGO

Finanse

# **Wynik całkowity – jakość i użyteczność w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych**

Artur Sajnóg

Artur Sajnóg – Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny  
Instytut Gospodarki Międzynarodowej, Katedra Finansów i Inwestycji Międzynarodowych  
90-255 Łódź, ul. POW 3/5

RECENZENT

*Magdalena Jerzemowska*

REDAKTOR INICJUJĄCY

*Beata Koźniewska*

REDAKCJA

*Barbara Herman*

SKŁAD I ŁAMANIE

*AGENT PR*

KOREKTA TECHNICZNA

*Anna Sońta*

PROJEKT OKŁADKI

*Agencja Reklamowa efectoro.pl*

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Depositphotos.com/wrangler

© Copyright by Artur Sajnóg, Łódź 2020

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2020

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

Wydanie I. W.09546.19.0.M

Ark. wyd. 24,3; ark. druk. 28,625

ISBN 978-83-8220-177-2

e-ISBN 978-83-8220-178-9

<https://doi.org/10.18778/8220-177-2>

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

90-131 Łódź, ul. Lindleya 8

[www.wydawnictwo.uni.lodz.pl](http://www.wydawnictwo.uni.lodz.pl)

e-mail: [ksiegarnia@uni.lodz.pl](mailto:ksiegarnia@uni.lodz.pl)

tel. 42 665 58 63

# Spis treści

Wstęp	7
Rozdział 1	
<b>Koncepcje kapitału i zysku w świetle teorii ekonomii i finansów</b>	<b>17</b>
1.1. Teoretyczne ujęcia kapitału	18
1.2. Teoretyczne ujęcia zysku	31
1.3. Główne kategorie zysku	36
1.4. Zysk a inne kategorie ekonomiczne i finansowe	40
Rozdział 2	
<b>Wynik całkowity na tle ewolucji koncepcji zysku przedsiębiorstwa</b>	<b>49</b>
2.1. Koncepcje zysku przedsiębiorstwa	50
2.2. Istota wyniku całkowitego	58
2.3. Komponenty wyniku całkowitego	63
2.4. Formy prezentacji wyniku całkowitego w sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstw	69
Rozdział 3	
<b>Jakość informacyjna wyniku całkowitego na polskim rynku kapitałowym</b>	<b>77</b>
3.1. Rola i znaczenie informacji w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych	78
3.2. Polityka informacyjna spółek giełdowych	83
3.3. Cechy jakościowe wyników finansowych spółek giełdowych	90
3.4. Podstawy prawne a praktyka stosowania Międzynarodowych Standardów Rachunkowości w Polsce	99
3.5. Forma i struktura prezentacji sprawozdania z wyniku całkowitego spółek giełdowych w Polsce	106
3.6. Heterogeniczność nomenklatury <i>wyniku całkowitego</i> i jego komponentów	113
3.6.1. <i>Wynik całkowity</i> – problemy definicyjne	113
3.6.2. Różnorodność w określaniu składników <i>pozostałego wyniku całkowitego</i>	124
Rozdział 4	
<b>Analiza komparatywna wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto spółek giełdowych</b>	<b>139</b>
4.1. Zalety i wady wyniku całkowitego oraz wyniku finansowego netto jako mierników efektywności ekonomicznej	140
4.2. Wynik całkowity i wynik finansowy netto jako determinanty wartości rynkowej	150
4.3. Wartość predykcyjna wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto	157

## 6 Spis treści

4.4. Ocena zróżnicowania wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto spółek giełdowych w Polsce	162
4.5. Analiza komponentów pozostałego wyniku całkowitego spółek giełdowych	171
Rozdział 5	
<b>Użyteczność wyniku całkowitego dla beneficjentów sprawozdań finansowych</b>	<b>177</b>
5.1. Beneficjenci informacji o wynikach finansowych przedsiębiorstwa	178
5.2. Cel i metodyka badania	185
5.3. Charakterystyka wielkości i struktury próby badawczej	187
5.4. Badanie profilu inwestycyjnego respondentów	195
5.5. Preferencje respondentów w zakresie raportów finansowych	202
5.6. Przydatność wyniku całkowitego w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych	211
5.7. Podsumowanie i wnioski	223
Rozdział 6	
<b>Wynik całkowity jako miara efektywności ekonomicznej spółek giełdowych</b>	<b>229</b>
6.1. Efektywność ekonomiczna przedsiębiorstwa i metody jej pomiaru	230
6.1.1. Istota efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa	231
6.1.2. Mierniki efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw	233
6.1.3. Popularność nieparametrycznych metod oceny efektywności ekonomicznej	236
6.2. Rentowność jako kluczowy wymiar efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw	241
6.3. Wpływ pozostałego wyniku całkowitego na efektywność ekonomiczną spółek giełdowych w Polsce	245
6.4. Wynik całkowity na tle determinant efektywności ekonomicznej spółek giełdowych	265
Rozdział 7	
<b>Wynik całkowity jako nośnik wartości rynkowej spółek giełdowych</b>	<b>281</b>
7.1. Istota i koncepcje wartości przedsiębiorstwa	282
7.2. Nośniki wartości rynkowej przedsiębiorstwa	291
7.3. Zysk księgowy jako determinanta wartości rynkowej przedsiębiorstwa	297
7.4. Istotność decyzyjna wyniku całkowitego dla podmiotów rynku kapitałowego w Polsce	302
7.4.1. Trwałość wyniku całkowitego	303
7.4.2. Wartość rynkowa spółek giełdowych	312
7.4.3. Wynik całkowity a wartość rynkowa spółek giełdowych	320
7.4.4. Wartość predykcyjna wyniku całkowitego	336
Zakończenie	353
Literatura	361
Spis tabel	397
Spis rysunków	403
Załączniki	407

# Wstęp

Problematyka pomiaru efektywności działania przedsiębiorstwa zawsze odgrywała zasadniczą rolę w ekonomii i finansach, szczególnie w kontekście podejmowania decyzji inwestycyjnych przez inwestorów. Przez dekady kategoria zysku operacyjnego bądź zysku netto i wskaźniki rentowności szacowane na ich podstawie były uznawane za kluczowe mierniki oceny działania oraz rozwoju jednostek. Obowiązkowa implementacja sprawozdania z wyniku całkowitego do sprawozdawczości finansowej spółek giełdowych przyczyniła się jednak do uwzględnienia wyniku całkowitego (*comprehensive income*) jako ważnej kategorii ekonomicznej, która może z jednej strony stanowić miernik analizy ekonomicznej jednostek o względnie wysokiej jakości informacyjnej, z drugiej zaś być użyteczna dla inwestorów w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Wynik całkowity, przynajmniej teoretycznie w większym stopniu niż wynik finansowy netto, powinien odzwierciedlać źródła tworzenia wartości rynkowej przedsiębiorstwa, jako że prezentuje wszelkie zmiany zachodzące po stronie kapitału własnego, z wyjątkiem tych na rzecz jego właścicieli.

Z teoretycznego punktu widzenia raportowanie wyniku całkowitego wraz z przedstawieniem jego komponentów jest legitymizowane koniecznością pełnego zaprezentowania i właściwego odzwierciedlenia realizowanych strategii gospodarowania kapitałem własnym dla wzrostu efektywności i wartości spółki akcyjnej, a w rezultacie przyszłych korzyści kapitałowych oraz dywidendowych dla akcjonariuszy. Informacje zawarte w sprawozdaniu z wyniku całkowitego mogą okazać się konieczne dla oceny rezultatów finansowych spółki w przyszłości, lecz nie mogą stanowić substytutu danych memoriałowych i kasowych zawartych w dominujących do tej pory wskaźnikach analizy ekonomicznej, a szerzej – analizy fundamentalnej.

Zakres wyniku całkowitego jest niewątpliwie szerszy niż wyniku finansowego netto, gdyż zawiera w sobie wszelkie te zmiany wartości kapitału własnego w okresie sprawozdawczym, które są pomijane w wyniku finansowym netto. Z jednej strony jego zawartość informacyjna, bez zbędnego nadmiaru, stwarzać może użytkownikom sprawozdań finansowych satysfakcjonujące warunki podejmowania decyzji inwestycyjnych. Z drugiej zaś niejednolita forma i struktura prezentacji wyniku całkowitego, jak również stosowanie rozmaitych nieprecyzyjnych określeń jego



składników mogą w znacznym stopniu utrudnić przeprowadzenie analizy ekonomicznej i stać się powodem jego niskiej użyteczności decyzyjnej dla inwestorów. Zróżnicowane czynniki sytuacyjne o charakterze zewnętrznym, rynkowym, będące jednocześnie komponentami wyniku całkowitego, mogą determinować także zmienność i niepewność kształtowania bieżących oraz przyszłych wyników spółki giełdowej. W rezultacie inwestorzy mogą wskazywać na wyraźną słabość tej miary finansowej. Na tym tle dużego znaczenia nabiera ocena wyniku całkowitego jako względnie słabo rozpoznanej w ekonomii i finansach kategorii, w szczególności pod kątem jego przydatności dla podmiotów rynku kapitałowego.

Celem pracy jest ocena jakości informacyjnej i użyteczności decyzyjnej kategorii wyniku całkowitego w porównaniu z kategorią wyniku finansowego netto spółek akcyjnych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie.

Cel ten znajduje odzwierciedlenie w czterech zasadniczych aspektach analiz teoretyczno-empirycznych prezentowanych w rozprawie. Po pierwsze zmierzają one do wykazania wysokiej jakości informacji raportowanej w sprawozdaniu z wyniku całkowitego spółek notowanych na GPW. Po drugie dotyczą komparatywnych przewag i niedostatków wyniku całkowitego oraz wyniku finansowego netto w ocenie szerokiego grona beneficjentów sprawozdań finansowych. Po trzecie skupiają się wokół porównawczej oceny istotności tych dwóch wyników finansowych w kontekście uzyskiwanej przez spółki giełdowe w Polsce efektywności ekonomicznej. Po czwarte zaś dotyczą określenia użyteczności tych miar księgowych dla podmiotów polskiego rynku kapitałowego, postrzeganej z perspektywy tworzenia wartości rynkowej i zdolności predykcyjnej. Oba wyniki finansowe należą bowiem do miar mających odmienny zakres, zawierają zróżnicowane informacje i w różnorodny sposób – swymi konstrukcjami metodycznymi oraz ich zrozumieniem przez inwestorów – mogą wpływać na ich bieżące i przyszłe decyzje inwestycyjne.

Realizacja założonego celu opiera się na sześciu hipotezach badawczych, które przybrały postać następujących stwierdzeń:

- 1) w praktyce sprawozdawczej spółek giełdowych w Polsce występuje rozbieżność w zakresie formy i prezentacji wyniku całkowitego, co obniża jakość informacyjną tej kategorii ekonomicznej (hipoteza  $H_1$ );
- 2) wartości wyniku całkowitego spółek giełdowych w Polsce cechuje większa zmienność niż wartości wyniku finansowego netto, co ogranicza użyteczność tego miernika dla podmiotów rynku kapitałowego (hipoteza  $H_2$ );
- 3) wynik całkowity, w porównaniu z wynikiem finansowym netto, nie stanowi dla beneficjentów sprawozdań finansowych w Polsce istotnej informacyjnie i użytecznej w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych miary (hipoteza  $H_3$ );
- 4) wartość pozostałego wyniku całkowitego, będąca różnicą między wartością wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto, nie wpływa istotnie na rentowność spółek giełdowych w Polsce (hipoteza  $H_4$ );

- 5) kształtowanie się wyniku całkowitego spółek giełdowych w Polsce ma większy wpływ na ich wycenę rynkową niż wartość generowanego przez nie wyniku finansowego netto (hipoteza  $H_5$ );
- 6) wynik całkowity, w zestawieniu z wynikiem finansowym netto, ma większą zdolność predykcyjną w zakresie przyszłych rezultatów finansowych w ujęciu memoriałowym i kasowym oraz w odniesieniu do przyszłej wartości rynkowej spółek giełdowych w Polsce (hipoteza  $H_6$ ).

Weryfikacja powyższych hipotez umożliwi przeprowadzenie kompleksowych badań porównawczych mierzących do wykazania mocnych stron i słabości wyniku całkowitego w porównaniu z wynikiem finansowym netto, szczególnie w kontekście mechanizmów kształtowania efektywności oraz wartości publicznych spółek akcyjnych. Te mechanizmy wynikać mogą po pierwsze z szeregu czynników sytuacyjnych działalności spółek giełdowych o charakterze zewnętrznym, m.in. ujawnianych w wyniku całkowitym, jak i wewnętrznym, odzwierciedlanych głównie w wyniku finansowym netto. Po drugie zaś mogą w znacznym stopniu wpływać na przyszłe wyniki finansowe spółek bądź ich przepływy pieniężne, przyczyniając się jednocześnie do wzrostu lub spadku wartości rynkowej przedsiębiorstwa i wartości dla akcjonariuszy.

Porównawcza ocena obu tych wyników finansowych sprzyjać ma pełniejszemu rozpoznaniu kierunków i sposobów kształtowania efektywności oraz wartości spółek giełdowych i szerszemu uzasadnieniu roli księgowych wyników finansowych w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez inwestorów. W rezultacie prowadzonych badań może nastąpić sformułowanie nowego paradygmatu wzrostu wartości rynkowej i wartości dla akcjonariuszy. Przedstawiona koncepcja badań wpisuje się zatem w nurt ważnych porównawczych badań naukowych o charakterze teoretyczno-empirycznym dotyczących procesów, warunków i sposobów kreacji wartości przedsiębiorstwa. Poznanie związków zachodzących między określonymi strategiami zarządzania wartością a wymiernymi rezultatami w postaci mocnych stron i słabości wyniku całkowitego dla podmiotów rynku kapitałowego tworzy relatywnie nowe wyzwania naukowo-badawcze, nieprezentowane wcześniej w polskiej literaturze.

W polskiej literaturze przedmiotu można wprawdzie odnaleźć szereg opracowań na temat wyniku całkowitego, ale dotychczasowe badania dotyczyły przede wszystkim aspektów rachunkowości finansowej i koncentrowały się na formie oraz strukturze prezentacji sprawozdania z wyniku całkowitego. Dostępne badania empiryczne realizowane były zwykle na nielicznych grupach przedsiębiorstw bądź określonych branżach. W opracowaniach zagranicznych podejmowana była wprawdzie problematyka jakości i użyteczności wyniku całkowitego, jednak również z perspektywy rachunkowości finansowej oraz w odniesieniu głównie do rynków rozwiniętych. Prowadzone analizy dotyczyły przede wszystkim kwestii zasadności implementacji do spółek giełdowych Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) bądź rozwiązań amerykańskich (Generally Accepted Accounting Principles, GAAP) w zestawieniu z krajowymi regulacjami rachunkowości. Poza tym odnosiły się do okresów przed i po tych zmianach regulacji na międzynarodowe, co należy

uznać za mało spójne podejście badawcze, m.in. dlatego że wykorzystywane dane były przekształcane samodzielnie, a nie pochodziły ze sprawozdań finansowych badanych podmiotów.

Kluczowe jest jednak to, że dotychczasowe badania obejmowały okresy przed obligatoryjnym wdrożeniem wyniku całkowitego do sprawozdawczości finansowej spółek giełdowych w Polsce, czyli przed 2009 rokiem. W zasadzie poza drobnymi wyjątkami nie poruszano tego tematu odnośnie do krajów europejskich, nie tylko po 2009 roku, ale nawet po 2005 roku. Przeprowadzone badania dotyczą więc problematyki aktualnej i ważnej z punktu widzenia polskiego rynku finansowego, a także nie do końca rozpoznanej, nie tylko na gruncie polskim. Monografia stanowi zatem jedną z pierwszych (o ile nie pierwszą) polskich publikacji kompleksowo i wielowymiarowo przedstawiających problematykę wyniku całkowitego.

Warto zaznaczyć, że podjęcie badań empirycznych na polskim rynku kapitałowym uwarunkowane jest występującymi między krajami rozbieżnościami w zagadnieniach nie tylko rachunkowości, nadzoru korporacyjnego, ale ukształtowanego modelu rynku kapitałowego – kontynentalnego bądź anglosaskiego. W pierwszym z nich, który rozwinął się w Europie kontynentalnej, a zwłaszcza krajach takich jak Niemcy, Austria, Francja, Belgia, Hiszpania, Włochy, a także krajach Europy Centralnej (również w Polsce), zakres ujawnianych informacji jest niewielki, a sprawozdawczość finansowa w większym stopniu konserwatywna, zorientowana na zaspokojenie potrzeb informacyjnych, przede wszystkim ze strony banków i organów podatkowych. Model anglosaski, ukształtowany głównie w Wielkiej Brytanii, Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii i Nowej Zelandii, cechuje duże podporządkowanie raportowanych informacji potrzebom rynku kapitałowego i jego uczestników. Specyfika modelu nadzoru korporacyjnego może zatem determinować jakość i użyteczność informacji sprawozdawczych dla podmiotów polskiego rynku kapitałowego. W tym nurcie rozważań warto także zwrócić uwagę na problem konwergencji standardów sprawozdawczych, które są opracowywane w celu zapewnienia wysokiego stopnia przejrzystości i porównywalności sprawozdań finansowych wpływających na wydajne funkcjonowanie wspólnotowego rynku kapitałowego. Trwający proces harmonizacji rachunkowości ma zatem miejsce zarówno w skali europejskiej (rozporządzenia Komisji Europejskiej), jak i krajowej (zmiany w ustawie o rachunkowości). W rezultacie może się to przyczynić do wzrostu znaczenia w Polsce regulacji MSSF i sprawozdania z wyniku całkowitego, nie tylko w odniesieniu do spółek publicznych.

Konkludując, bezpośrednią przesłanką sformułowania celu badawczego jest intencja wypełnienia istniejącego w literaturze przedmiotu wyraźnego deficytu rezultatów analiz dotyczących oceny jakości i użyteczności wyniku całkowitego z punktu widzenia ekonomiczno-finansowego. Prowadzone w Polsce badania empiryczne w dyscyplinie ekonomia i finanse cechuje brak kompleksowych analiz na temat wyniku całkowitego. Tym samym ta monografia wypełnia istniejącą lukę w tym zakresie i stanowi ważny wkład w prowadzone w tym obszarze badania

naukowe. W podręcznikach akademickich, w tym dotyczących m.in. analizy ekonomicznej, kategorii wyniku całkowitego poświęcono również jak dotąd niewiele uwagi.

Przeprowadzone badania nie koncentrują się na wyniku całkowitym *sensu stricto* jako kategorii rachunkowości, ale kategorii ekonomicznej, użytecznej dla podmiotów rynku kapitałowego. Za główny cel prezentacji sprawozdań finansowych, artykułowany w MSSF, należy bezsprzecznie uznać raportowanie uczestnikom rynku kapitałowego takich informacji, które mogłyby wykorzystać w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych i przewidywaniu przyszłych rezultatów finansowych. Celem prezentacji wyniku całkowitego powinno być zatem dostarczenie transparentnej i wiarygodnej informacji ułatwiającej podejmowanie trafnych krótko- i długoterminowych decyzji inwestycyjnych.

Warto zaznaczyć, że przeprowadzone i zaprezentowane w monografii badania empiryczne dotyczą dodatkowo międzysektorowego zróżnicowania jakości oraz użyteczności wyniku całkowitego spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych. Podejście to jest wyjątkowo rzadkie i niespotykane wcześniej w literaturze. Mimo że można wskazać wiele interesujących publikacji na temat wyniku całkowitego w wybranych branżach, nie zaprezentowano do tej pory tak szczegółowej analizy sektorowej dla konkretnego rynku kapitałowego. Wyniki sporządzonych analiz międzysektorowych wnoszą tym samym dodatkowo ważny wkład w badania z zakresu porównawczej analizy ekonomicznej.

Przyjętemu celowi prowadzonych badań podporządkowano konstrukcję monografii. Praca składa się ze wstępu, siedmiu rozdziałów teoretyczno-empirycznych, zakończenia, literatury, spisów tabel i rysunków oraz załączników.

W pierwszym rozdziale przedstawiono najważniejsze nurty teorii ekonomii i finansów ważne dla pojmowania kapitału finansowego oraz zysku. Głównym przedmiotem rozważań jest istota koncepcji zysku, zgodnie z którą kapitał stanowi zasób bogactwa w danym okresie, zaś zysk jest miarą przyrostu dobrobytu (bogactwa) właściciela kapitału. Przegląd teorii koncentruje się wokół grupy kierunków bądź nurtów interpretacyjnych, które za główne przyjęły materialistyczną i funduszową koncepcje kapitału. Odniesiono się również do obecnej w literaturze i praktyce gospodarczej wysoce dyskusyjnej kwestii wielości definicji nie tylko kapitału, ale przede wszystkim zysku. W rozdziale zawarta została charakterystyka zróżnicowanych podejść do definiowania zysku i zbliżonych znaczeniowo kategorii odnoszących się do wyniku finansowego.

Drugi rozdział poświęcony został poglądom na temat pomiaru wyniku finansowego przedsiębiorstw, ze szczególnym uwzględnieniem dwóch konkurencyjnych koncepcji – bieżącego zysku operacyjnego (zysku netto) i zysku całkowitego. Jako główny nurt teoretycznych badań prezentowanych w tej części monografii obrano istotę wyniku całkowitego i jego strukturę, na którą składa się „tradycyjny” wynik finansowy netto oraz skutki wszelkich innych transakcji tworzących wynik jednostki za dany okres sprawozdawczy (pozostały wynik całkowity). Przedstawiono również

wymogi MSSF w zakresie formy i struktury sprawozdania z wyniku całkowitego, dotyczące w szczególności: stosowanej terminologii, prezentacji sprawozdania, przedstawiania pozostałego wyniku całkowitego, ujmowania kosztów oraz sposobu wykazywania podatku dochodowego.

Głównym celem trzeciego rozdziału jest pokazanie rezultatów badań jakości informacyjnej wyniku całkowitego prezentowanego przez spółki notowane na GPW. Badania empiryczne poprzedzone zostały teoretycznymi rozważaniami na temat roli i znaczenia informacji w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, polityki informacyjnej spółek giełdowych, a także kluczowych cech jakościowych wyniku finansowego, wśród których znalazły się: trwałość oraz zmienność wyniku finansowego, jego istotność decyzyjna, jak również możliwy wpływ na efektywność ekonomiczną, wartość rynkową i przyszłe rezultaty finansowe spółek. Przeprowadzone badania empiryczne, koncentrujące się wokół oceny praktycznej implementacji wyniku całkowitego do sprawozdań finansowych spółek notowanych na GPW w zakresie formy i struktury prezentacji oraz stosowanego nazewnictwa, służą weryfikacji pierwszej hipotezy badawczej ( $H_1$ ).

W czwartej części monografii, na podstawie obszernej analizy zagranicznej literatury przedmiotu, wykazano istniejącą rozbieżność opinii, poglądów i wyników badań empirycznych dotyczących rozstrzygnięcia spornej kwestii, który wynik finansowy – całkowity czy netto – jest dla podmiotów rynku kapitałowego ważniejszą kategorią ekonomiczną. W rozdziale dokonano analizy zalet i wad obu tych kategorii, przedstawionych głównie z perspektywy ich użyteczności dla analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa. Zwrócono uwagę zwłaszcza na użyteczność wyników finansowych w ocenie efektywności ekonomicznej spółki giełdowej, jej wartości rynkowej, a także na ich zdolność predykcyjną, czyli przydatność w prognozowaniu przyszłych rezultatów finansowych podmiotu. W tej części pracy przedstawione zostały również wyniki komparatywnych badań empirycznych zróżnicowania wartości wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto oraz wyniki analizy komponentów pozostałego wyniku całkowitego spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych, służące weryfikacji drugiej hipotezy badawczej ( $H_2$ ).

W rozdziale piątym skoncentrowano się w głównej mierze na ocenie użyteczności wyniku całkowitego dla beneficjentów sprawozdań finansowych w Polsce. Wyniki badań ankietowych w tym zakresie przeprowadzonych wśród trzech grup respondentów – inwestorów indywidualnych, inwestorów instytucjonalnych i analityków giełdowych, zostały poprzedzone studiami literaturowymi dotyczącymi oczekiwań użytkowników sprawozdań finansowych w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Głównym celem dokonanych analiz jakościowych opisanych w tym rozdziale była identyfikacja profilu i preferencji inwestorów oraz analityków w zakresie wykorzystywania informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych dla potrzeb podejmowania decyzji inwestycyjnych, ze szczególnym uwzględnieniem kategorii wyniku całkowitego. Uzyskane rezultaty umożliwiły weryfikację hipotezy badawczej  $H_3$ . Ta część monografii zawiera w przeważającej części wyniki analiz

powstałych w ramach zrealizowanego w latach 2019–2020 projektu badawczego „Atrybuty i przypadłości kategorii wyniku całkowitego dla beneficjentów sprawozdań finansowych”, subsydiowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki (DEC-2018/02/XHS4/02420).

We wstępie szóstego rozdziału zaprezentowano problem definiowania efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw i sposobów jej pomiaru, a także główne determinanty rentowności przedsiębiorstw. Kluczowy fragment tej części monografii dotyczy jednak wyników badań empirycznych dotyczących możliwego wpływu wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto na efektywność ekonomiczną spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych, mierzoną za pomocą klasycznych współczynników rentowności oraz metodą granicznej analizy danych (DEA). Dopelnieniem tej prezentacji jest wieloczynnikowa ocena kształtowania rentowności badanych spółek giełdowych. Wyniki tych analiz pozwalają na weryfikację hipotezy badawczej  $H_4$ .

Ostatni, siódmy rozdział zawiera opis rezultatów wieloaspektowych badań empirycznych dotyczących wyniku całkowitego na wartość rynkową badanych spółek giełdowych i jego zdolności predykcyjnej. Szczególną uwagę poświęcono analizie porównawczej wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto na tej płaszczyźnie. We wstępie zaprezentowano problematykę wartości przedsiębiorstwa, jej główne koncepcje i nośniki. W rozdziale przedstawiono rezultaty porównawczych badań empirycznych siły i kierunku zależności między wynikiem całkowitym oraz wynikiem finansowym netto a wartością rynkową kapitału własnego i całkowitą wartością rynkową spółek notowanych na GPW. Służą one weryfikacji hipotezy badawczej  $H_5$ . W celu falsyfikacji lub konfirmacji hipotezy badawczej  $H_6$  poddano analizie także wartość predykcyjną tych wyników finansowych, dotyczącą kształtowania przyszłych rezultatów finansowych w ujęciu memoriałowym (wyników finansowych), kasowym (przepływów pieniężnych) i przyszłej wartości rynkowej.

Sformułowane hipotezy badawcze i nakreślone w poszczególnych rozdziałach szczegółowe zamierzenia badawcze ukonstytuowały kierunek prowadzonych analiz, a ich przeprowadzenie wiązało się z koniecznością kompleksowego wykorzystania szeregu różnorodnych metod oraz technik badawczych. By zrealizować cel prowadzonych analiz i weryfikacji przyjętych hipotez badawczych, zastosowano wielorakie metody badawcze:

- a) analizę krytyczną krajowej i zagranicznej literatury przedmiotu;
- b) ilościowe – analizy: ekonomiczną, czyli porównawczą (w czasie i przestrzeni, międzysektorową oraz wewnątrzsektorową) oraz przyczynową wskaźników finansowych, a także metody: DEA oraz statystyczne i ekonometryczne (w tym m.in. statystykę opisową, analizy korelacji i regresji);
- c) jakościowe – ankietowe (pomiaru pośredniego), wykorzystujące kwestionariusz ankiety.

Zastosowanie analizy ekonomicznej było przydatne w głównej mierze do oceny efektywności ekonomicznej spółek giełdowych. Analiza przyczynowa, w tym analiza

piramidalna i metoda różnic cząstkowych, posłużyły do czynnikowego badania efektywności ekonomicznej wyrażanej w postaci współczynników rentowności. Metodę granicznej analizy danych (DEA), którą można uznać za względnie nowatorską w badaniach dotyczących wyników finansowych, wykorzystano z kolei w celu ustalenia stopnia efektywności badanych spółek giełdowych z punktu widzenia osiągniętych współczynników rentowności.

Matematyczne, statystyczne, a w szczególności ekonometryczne metody badawcze zastosowano głównie w ocenie zmienności i trwałości wyniku całkowitego, analizie rozrzutu między wynikiem całkowitym a wynikiem finansowym netto oraz szukaniu zależności między tymi wynikami a wartością rynkową i przyszłymi rezultatami finansowymi badanych spółek. Warto podkreślić, że w tym celu wykorzystano także oryginalne, autorskie rozwiązania i koncepcje analityczne, nieprezentowane wcześniej w literaturze przedmiotu, co można uznać za ważny wkład w badania prowadzone w obszarze analizy ekonomicznej.

Badania jakościowe przeprowadzone w grupach inwestorów indywidualnych, inwestorów instytucjonalnych oraz analityków giełdowych posłużyły z kolei do oceny użyteczności i istotności kategorii wyniku całkowitego oraz sprawozdania z wyniku całkowitego dla beneficjentów sprawozdań finansowych.

W analizach przyjęto dziesięcioletni okres badawczy, lata 2009–2018. Taki wybór wynikał z faktu, że zgodnie z prawodawstwem Unii Europejskiej począwszy od 1 stycznia 2009 roku spółki publiczne w Polsce zobligowane są do prezentowania sprawozdania z wyniku całkowitego zgodnego z zasadami MSSF.

Grupa przedsiębiorstw objętych badaniem dotyczyła spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych. Spośród łącznej liczby 460 podmiotów szczegółowej analizie poddano 349 spółek publicznych spełniających następujące kryteria doboru:

- a) należące do wszystkich branż (sektorów) zgodnych z nomenklaturą stosowaną przez GPW,
- b) notowane na rynku giełdowym w latach 2009–2018 (z wyłączeniem alternatywnych rynków obrotu),
- c) publikujące roczne jednostkowe sprawozdania finansowe zgodne z regulacjami MSSF,
- d) mające główną siedzibę w Polsce.

Badania objęły w szczególności osobiście zebrane 3223 raporty finansowe dostępne na stronach internetowych 349 spółek giełdowych poddanych badaniu w latach 2009–2018. Wykorzystano w tym celu jednostkowe sprawozdania finansowe. Ponadto posłużono się analizą prospektów emisyjnych i wiadomościami bieżącymi dotyczącymi spółek, prezentowanymi na ich stronach internetowych. Głównymi źródłami informacji niezbędnych do przeprowadzenia powyższych analiz były ponadto: Thomson Reuters, Notoria Serwis, biuletyny i roczniki statystyczne, literaturowe bazy danych.

Rozprawa ta jest rezultatem wieloletnich badań i niezwykle inspirującej współpracy naukowej z teoretykami ekonomii, finansów oraz zarządzania, za którą pragnę

serdecznie podziękować. Wyrażam głęboką wdzięczność Pani Profesor Małgorzacie Janickiej za cenne uwagi i komentarze pomocne w opracowaniu ostatecznej wersji monografii. Serdeczne podziękowania kieruję również do Koleżanek i Kolegów z Instytutu Gospodarki Międzynarodowej Uniwersytetu Łódzkiego za inspiracje, konsultacje i dyskusje formujące moje poglądy oraz warsztat naukowy. Na ostateczny kształt opracowania wpłynęły nieocenione i konstruktywne sugestie oraz opinie Pani Profesor Magdaleny Jerzemowskiej, nadając pracy pełniejszy i przystępniejszy w odbiorze charakter. W szczególności dziękuję Jej za trud wnikliwej recenzji i kompetentne stanowisko w wielu pożądanym kwestiach. Jestem również wdzięczny Panu Profesorowi Janowi Durajowi, którego mogę nazwać moim pierwszym mistrzem naukowym. Osobne podziękowania składam moim najbliższym za okazaną mi wielką cierpliwość i wyrozumiałość.





## Rozdział 1

# Koncepcje kapitału i zysku w świetle teorii ekonomii i finansów

Mając na uwadze dotychczasowy dorobek naukowy, warto podkreślić, że w teorii i praktyce ekonomii oraz finansów używa się wielu zbliżonych znaczeniowo kategorii: kapitał, zysk, dochód, przychód, wartość czy bogactwo. Odnoszą się one także do kategorii wyniku finansowego i czasami stosowane są zamiennie, a także w odniesieniu do różnego rodzaju podmiotów. Wysoce dyskusyjną kwestię stanowi wielość dookreśleń kategorii kapitał i zysk spotykanych w literaturze i praktyce gospodarczej, wobec których nie należy pozostać obojętnym.

Celem tego rozdziału jest nie tylko wyjaśnienie kategorii kapitału i zysku przez przeprowadzenie analizy występujących w nurtach ekonomii oraz finansów koncepcji, ale również przedstawienie ich ewolucji, rozumienia i postrzegania w kontekście dalszych rozważań nad istotą wyniku całkowitego, który określa zmianę wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa.

Szczególną uwagę skupiono na trzech koncepcjach kapitału: rzeczowej (materialistycznej), funduszowej (rachunkowej) i dochodowej (pieniężnej). Według tej pierwszej kapitał rozumiany jest jako zasób dóbr realnych w gospodarce, druga ma z kolei wymiar w większym stopniu mikroekonomiczny, gdyż kapitał jest odzwierciedleniem majątku w rachunkowości podmiotów. Zgodnie z nurtem dochodowym kapitał rozumiany jest natomiast jako zasób środków pieniężnych. Utożsamiany jest zatem w znacznej mierze z kapitałem finansowym, czyli środkami finansowymi przeznaczanymi na potrzeby inwestycyjne.

Obok głównych teorii kapitału dużą rolę w wyjaśnianiu kategorii wyniku całkowitego odgrywają także teoretyczne rozważania nad istotą zysku. Jednym z ważniejszych problemów teorii ekonomii i finansów jest kwestia odpowiedzi na pytania: czym jest zysk, skąd się bierze oraz jak go zmierzyć? Zysk stanowi jedną z podstawowych kategorii ekonomicznych, której definiowaniu, wyjaśnianiu czy wyznaczaniu nauki ekonomiczne poświęcają wiele miejsca i uwagi. Najczęściej przypisują jednak zysk do podmiotu prowadzącego działalność gospodarczą. Mimo powszechnej opinii, że zysk jest miarą efektywności ekonomicznej podmiotu gospodarczego, należy podkreślić jego wieloaspektowy, interdyscyplinarny i niejednoznaczny charakter.

## 1.1. Teoretyczne ujęcia kapitału

Kapitał jest jedną z najważniejszych kategorii zarówno w ekonomii, jak i finansach, jednakże do dnia dzisiejszego nie doczekał się powszechnie akceptowanej definicji, a wszelkie próby zinterpretowania go od dawna wywołują wiele kontrowersji. Wynikać to może z faktu, że kategoria kapitału zawiera swego rodzaju sprzeczność w sensie treści, gdyż z jednej strony jest on traktowany jako kategoria abstrakcyjna, niewymierna, z innej zaś perspektywy jest postrzegany jako możliwy do zmierzenia zasób, o który każdy zabiega i chce go mieć. Jednak samo stwierdzenie, że kapitał jest kategorią abstrakcyjną, wieloznaczną, nieokreśloną jest zbyt dużym uproszczeniem, wobec którego nie można pozostać obojętnym, skoro przypisuje mu się wielorakie konotacje adekwatnie z daną teorią ekonomii, finansów, rynków kapitałowych czy rachunkowości, sformułowaną w określonych warunkach. Teoria naukowa, jako system logicznie powiązanych ze sobą koncepcji, twierzeń i hipotez umożliwiających objaśnianie określonych zjawisk oraz ich prognozowanie, dość często posługuje się specyficznym, formalnym językiem, implementując swego rodzaju własny słownik podstawowych pojęć. Poszukując jednak teoretycznych podstaw definicji kapitału, należy w pierwszej kolejności odnieść się do etymologii tego pojęcia.

Określenie *kapitał* (*capitale*, od łac. *caput*, czyli głowa, kierownik, szef, premier, a także stolica bądź rozdział) po raz pierwszy pojawiło się w średniowiecznym Rzymie. W wiekach XII i XIII przez kapitał rozumiano fundusze, zapasy towarów, masę pieniędzy lub pieniądź procentujący<sup>1</sup>. Pierwotnie kapitał, jako pochodna łacińskiego słowa *capitalis*, oznaczającego zasadniczą sumę pieniędzy stanowiącą dług w odróżnieniu od odsetek (łac. *capitalis pars debiti*), odnosił się wprost do kwoty pożyczonych pieniędzy.

Kategoria kapitał (niem. *Kapital*) istniała znacznie wcześniej niż słowo *kapitalizm* (niem. *Kapitalismus*), które upowszechniło się dopiero w XX wieku za sprawą niemieckiego socjologa i ekonomisty, przedstawiciela „szkoły historycznej” Wernera Sombarta<sup>2</sup>. O kapitalizmie wspominał wprawdzie m.in. francuski ekonomista Pierre-Joseph Proudhon<sup>3</sup> i niewątpliwie przedstawiciel socjalizmu naukowego Karol Marks, ale nie posłużyli się oni powszechną definicją słowa *kapitalizm*<sup>4</sup>. Współcześnie pojęcie to jest raczej rzadko używane ze względu na

1 F. Braudel, *Kultura materialna, gospodarka i kapitalizm XV–XVIII wiek*, tłum. E.D. Żółkiewska, PIW, Warszawa 1992, s. 209.

2 W. Sombart, *Der moderne Kapitalismus. Historisch-systematische Darstellung des gesamteuropäischen Wirtschaftslebens von seinen Anfängen bis zur Gegenwart*, Bd. 1–2, Duncker & Humblot, Leipzig 1902.

3 F. Braudel, *op. cit.*, s. 214.

4 K. Marx, F. Engels, *Werke*, Bd. 22, 3 Aufl., Dietz Verlag, Berlin 1972.

konotację polityczną bądź, szerzej mówiąc, ideologiczną, tym samym zastąpiono je *gospodarką rynkową*.

W anglojęzycznej literaturze przedmiotu słowo *capital* pojawiło się w XVI wieku w poradniku dotyczącym prowadzenia ksiąg handlowych i dla ówczesnych kupców oznaczało sumę pieniędzy, a także kwotę niezbędną do rozpoczęcia przez nich działalności<sup>5</sup>. W tym nurcie kapitał był postrzegany zgodnie z tzw. pieniężną koncepcją kapitału, za której prekursora uważa się Anne'a Roberta Jacquesa Turgota<sup>6</sup>, przedstawiciela fizjokratyzmu. Traktował on go bowiem jako sumę oszczędności przynoszących określony dochód bądź po prostu zaoszczędzone środki<sup>7</sup>. Podobne, „pieniężne” pojmowanie kapitału, nawiązujące do kategorii oszczędności jako swego rodzaju podaży kapitału, prezentował przedstawiciel szkoły klasycznej Jean Baptiste Say<sup>8</sup>.

Kapitał rozumiany był także jako wszystkie posiadane dobra (łac. *dicitur bonum omne quod possidetur*), czyli zasób dóbr rzeczowych, materialnych, wykorzystywanych do produkcji (*stock*)<sup>9</sup>. Podobną koncepcję kapitału można odnaleźć w pracach Davida Hume'a, głównego krytyka merkantylizmu, odróżniającego stanowczo pieniądź od kapitału, za który przyjmował wyłącznie dobra o charakterze rzeczowym, czyli środki produkcji<sup>10</sup>. Rozgraniczał on zatem określenia *kapitał* i *pieniądz*, a tym samym nie utożsamiał pojęcia pieniądza z bogactwem.

Ważnym momentem w ewolucji kategorii kapitału, który niewątpliwie poszerzył jego zakres zarówno o pieniężne, jak i rzeczowe charakterystyki, było użycie przez kluczowego przedstawiciela szkoły klasycznej Adama Smitha definicji kapitału w znaczeniu wszelkich zgromadzonych zasobów materialnych i nabytych umiejętności robotników<sup>11</sup>. Identyfikował on kapitał jako trzeci czynnik produkcji<sup>12</sup>, czyli taki, którego produktywność jest równie ważna, jak wykorzystanie pracy i ziemi<sup>13</sup>. Uwypuklił on także fakt, że kapitał powstaje dzięki oszczędzaniu, uwarunkowanemu pragnieniem poprawy bytu każdego człowieka, zwracając jednocześnie uwagę na

5 E. Cannan, *Early History of the Term Capital*, „Quarterly Journal of Economics” 1921, vol. 35, no. 3.

6 A.R.J. Turgot, *Réflexions sur la formation et la distribution des richesses*, Paris 1766, <https://play.google.com/books/reader?id=4b7XAAAAMAAJ&hl=pl&pg=GBS.PA3> (dostęp: 26.08.2020).

7 F.A. Fetter, *Recent Discussion of the Capital Concept*, „Quarterly Journal of Economics” 1900, vol. 11, no. 1, s. 19.

8 J.B. Say, *Traité d'économie politique ou simple exposition de la manière dont se forment, se distribuent et se consomment les richesses*, Guillaumin, Paris 1841.

9 E. von Böhm-Bawerk, *The Positive Theory of Capital*, G.E. Stechert & Co., New York 1930, s. 24–25.

10 E. Taylor, *Historia rozwoju ekonomiki*, b. tłum., t. 1, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Poznań 1957, s. 43.

11 M. Blaug, *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*, tłum. I. Budzyńska, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1994, s. 74–75.

12 D. Beggs, S. Fisher, R. Dornbusch, *Mikroekonomia*, tłum. B. Czarny i in., PWE, Warszawa 1998, s. 201.

13 I. Fisher, *Precedents for Defining Capital*, „Quarterly Journal of Economics” 1908, vol. 18, no. 3.

aspekt strumienia bogactwa płynącego z kapitału<sup>14</sup>. Bogactwo to określili jako swego rodzaju pożytek, korzyść, inaczej mówiąc zysk, procent. W tym zakresie przełomowe okazało się podejście Irvinga Fischera – przedstawiciela ekonomii neoklasycznej, który jednoznacznie odróżnił kategorie kapitału i zysku<sup>15</sup>. Za kapitał przyjął bowiem zasób bogactwa (fundusz) dostępny w danym momencie, czyniąc go jednocześnie kategorią zasobową, statyczną, zaś zysk (pieniądz) określił jako strumień korzyści wypływający z owego bogactwa w danym okresie<sup>16</sup>. W ujęciu neoklasyków, jak słusznie zaważa Małgorzata Janicka, kapitał traktowany jest jako czynnik produkcji o charakterze homogenicznym<sup>17</sup>.

Prócz wymienionych powyżej przedstawicieli różnych nurtów ekonomii ważny wkład w rozwój pojmowania kapitału w ramach historii myśli ekonomicznej wnieśli również inni przedstawiciele szkoły klasycznej: David Ricardo, Nassau William Senior, Friedrich Kleinwachter, John Stuart Mill, Friedrich Benedikt Wilhelm von Hermann; psychologicznej: Carl Menger, Eugen von Böhm-Bawerk; matematycznej – Leon Walras, a także neoklasycyzmu: William Stanley Jevons, John Bates Clark, Knut Wicksell, Gustav Cassel, Joseph Alois Schumpeter, Alfred Marshall, Arthur Cecil Pigou, John Richard Hicks, John Maynard Keynes, Joan Violet Robinson, Irving Fisher; bądź marksizmu – Karol Marks (zob. tab. 1.1).

**Tabela 1.1.** Poglądy na temat kapitału wybranych przedstawicieli myśli ekonomicznej

Przedstawiciel	Nurt	Poglądy
1	2	3
D. Hume	krytyka merkantylizmu	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał to tylko dobra rzeczowe pojęte jako wytworzone środki produkcji</li> </ul>
A.R.J. Turgot	fizjokratyzm	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał to oszczędności przynoszące dochód</li> <li>• dobra to dobra produkcyjne, które zostały zaoszczędzone</li> </ul>
A. Smith	szkoła klasyczna	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał to pochodny czynnik produkcji, zatem jego produktywność pochodzi z tkwiących w nim pracy i ziemi</li> <li>• kapitał powstaje dzięki oszczędzaniu, uwarunkowanemu pragnieniem poprawy bytu każdego człowieka</li> <li>• kapitał dzieli się na stały i obrotowy, społeczny i indywidualny</li> </ul>

14 A. Smith, *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, tłum. S. Wolff, O. Einfeld, Z. Sadowski, wyd. 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 306.

15 I. Fisher, *The Theory of Interest*, Kelly & Millman, New York 1954, s. 331–333.

16 Idem, *The Nature of Capital and Income*, Macmillan & Co., London 1906, s. 52–53.

17 M. Janicka, *Liberalizacja przepływów kapitałowych – korzyści i zagrożenia*, „Bank i Kredyt” 2008, nr 3, s. 36.

1	2	3
D. Ricardo	szkoła klasyczna	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał to „stara praca”</li> </ul>
N.W. Senior	szkoła klasyczna	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał powstaje z naturalnych bogactw, pracy i abstynencji, pojętej jako powstrzymanie się od konsumpcji</li> <li>• kapitał nie jest trzecim czynnikiem produkcji</li> </ul>
J.B. Say	szkoła klasyczna	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał to samodzielna siła produkcyjna</li> <li>• kapitał tworzy wartość i zdolność, przyczyniające się do dochodu z niego</li> </ul>
F. Kleinwachter	szkoła klasyczna	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał to narzędzie produkcyjności</li> <li>• cechy kapitału zmniejszają ciężar nabywcy, czyli ułatwiają pracę produkcyjną</li> <li>• kapitał to bogactwo wytwarzające wartość, czyli zdolność danego przedmiotu do zaspokajania ludzkich potrzeb</li> </ul>
J.S. Mill	szkoła klasyczna	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał wyznacza granice działalności przemysłu</li> <li>• kapitał to rezultat oszczędzania</li> <li>• kapitał chociaż jest rezultatem oszczędzania, tym niemniej podlega zużyciu</li> <li>• popyt na towary nie obejmuje popytu na pracę</li> <li>• są trzy czynniki produkcji: pierwotne – ziemia i praca oraz pochodny – kapitał</li> <li>• kapitał dzieli się na stały i obiegowy, przy czym ten ostatni przeznaczony jest na płace, a jego źródłem są oszczędności dóbr produkcyjnych na rzecz produkcji dóbr konsumpcyjnych (i odwrotnie)</li> </ul>
F.B.W. von Hermann	klasycyzm niemiecki	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał to każda trwała podstawa użytkowania mająca wartość wymienną</li> <li>• kapitały to stałe, czyli trwałe dobra i zmienne utrzymujące swą wartość dzięki przemianie formy; są one stałą podstawą usługi mającej wartość zamienną</li> <li>• kapitał i usługi to pojęcia tożsame</li> </ul>
C. Menger	szkoła psychologiczna	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał to agregaty dóbr gospodarczych wyższego rzędu</li> <li>• kapitałem w danym okresie jest rozporządzalność zasobem dóbr dalszych rzędów, których użytki przeznaczone są do pozyskiwania dóbr bliższych rzędów w przyszłych okresach (pierwotna koncepcja)</li> <li>• kapitał to pieniężna wartość części majątku, której użytki przeznaczone są do pozyskiwania dóbr (późniejsza koncepcja)</li> </ul>

Tabela 1.1 (cd.)

1	2	3
E. von Böhm-Bawerk	szkoła psychologiczna	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał to ogół produkowanych środków produkcji, czyli tzw. produktów pośrednich; nie jest nim więc ziemia</li> <li>• kapitał dzieli się na społeczny i prywatny</li> <li>• podaż kapitału jest tożsama ze stosunkiem funduszy środków utrzymania, reprezentowanych przez cały majątek społeczny poza ziemią, do liczby pracowników</li> <li>• dobra stanowią źródło dochodu, a dochodowość dóbr mierzona jest w wartościach pieniężnych</li> </ul>
L. Walras	szkoła matematyczna	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitały to bogactwa materialne lub niematerialne, odznaczające się trwałością, niezużywające się lub jedynie powoli zużywające się</li> <li>• przeciwieństwem kapitału są dochody, zużywające się jednorazowo przy użytkowaniu</li> <li>• kapitały dzielą się na stałe, trwające dłuższy czas lub niekończące się podczas używania, i obrotowe, szybko zużywające się</li> </ul>
W.S. Jevons	neoklasycyzm	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał to ogół dóbr potrzebnych do utrzymania pracowników wszelkiego rodzaju w czasie ich pracy</li> <li>• kapitał to bieżące środki utrzymania</li> </ul>
J.B. Clark	neoklasycyzm	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał to fundusz dóbr kapitałowych, natomiast one są dobrami przeznaczonymi do pośrednich użytków przez współdziałanie w uzyskiwaniu produktów</li> <li>• kapitał to trwały fundusz bogactwa produkcyjnego, wyrażony w pieniądzu, ale nieucieleśniony w nim</li> <li>• konieczne jest odróżnienie prawdziwego kapitału (<i>true capital</i> lub <i>pure capital</i>) od materialnych dóbr kapitałowych; prawdziwy kapitał to stały fundusz bogactwa produkcyjnego lub fundusz wartości stale istniejący w odróżnieniu od konkretnych dóbr kapitałowych mogących ulec zniszczeniu lub skonsumowaniu</li> </ul>
K. Wicksell	neoklasycyzm	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał to nagromadzone bogactwo, a więc zasób dóbr</li> <li>• kapitał to dobra przynoszące procent, czyli dochód ustalający się na rynku kapitałów nowych</li> <li>• kapitał dzieli się na dobra rentowe i kapitał właściwy</li> <li>• kapitał (właściwy) to surowce, półfabrykaty i przede wszystkim środki utrzymania oraz pieniądze, znajdujące się w rękach przedsiębiorców; są one używane w krótkich okresach</li> </ul>

1	2	3
I. Fisher	neoklasycyzm	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał można ująć dwojako – rzeczowo stanowi on zestaw bogactw, czyli dóbr kapitałowych istniejących w danej chwili, zaś wartościowo jest on wartością powyższego zasobu; wszelka oczekiwana wartość kapitału jest zdyskontowanym i skapitalizowanym przyszłym dochodem z dóbr kapitałowych</li> <li>• kapitał obejmuje całe istniejące bogactwo, czyli wartość dóbr je tworzących</li> </ul>
G. Cassel	neoklasycyzm	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał realny to czynnik produkcji; dzieli się on na kapitał stały i ruchomy; stały stanowią dobra trwałe bez ziemi, nie służące do osobistego użytku, a ruchomy – dobra nietrwałe, używane w produkcji</li> <li>• wprowadzenie pojęcia dyspozycji kapitałowej obejmującego sumę, na którą składają się ceny powyższych dóbr, dobra niematerialne używane w produkcji i pieniądze</li> <li>• ujęcie wartościowe w definiowaniu kapitału</li> </ul>
J.A. Schumpeter	neoklasycyzm	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał to nic innego jak dźwignia, za pomocą której przedsiębiorca podporządkowuje potrzebne mu konkretne dobra, to tylko środek do skierowania czynników produkcji ku innym formom ich wykorzystania lub narzucenia produkcji nowego kierunku</li> <li>• kapitał to fundusz siły nabywczej</li> </ul>
A. Marshall	neoklasycyzm (szkoła z Cambridge)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał to bogactwo ruchome; powstaje z oszczędzania, które jest zależne od wielkości dochodu, stanowiąc nadwyżkę dochodu nad konsumpcją</li> <li>• rozróżnienie między kapitałem a innymi formami bogactwa zawiera elementy sztuczności</li> </ul>
A.C. Pigou	neoklasycyzm (szkoła z Cambridge)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• „dla gospodarki zasób kapitału istniejący w dowolnym momencie jest zbiorem przedmiotów, jest to zjawisko czysto fizyczne; [...] na wielkość zasobu [...] nie oddziałuje jego wartość; zasób jest dokładnie tym samym [...] niezależnie od tego czy jego wartość jest duża, czy mała”</li> </ul>
J.R. Hicks	neoklasycyzm (szkoła z Cambridge)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitały to zsumowane oszczędności, lokowane czy wypożyczane za pewną opłatą; od strony rzeczowej odpowiadają im źródnicowane usługi produkcyjne, których zakupy i nakłady rozkładają się w czasie</li> <li>• nie definiuje pojęcia kapitału</li> </ul>
J.M. Keynes	neoklasycyzm (szkoła z Cambridge)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał to pojmowany w sposób wartościowy fundusz</li> <li>• inwestycje są przyrostem wyposażenia w kapitał bez względu na to, czy składa się on z kapitału zatrudnionego w produkcji, czy z zasobów płynnych</li> <li>• wprowadzenie pojęcia krańcowej efektywności kapitału</li> </ul>



Tabela 1.1 (cd.)

1	2	3
J.V. Robinson	neoklasycyzm (szkoła z Cambridge)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał to panująca forma własności</li> <li>• rozróżnienie kapitału przedsiębiorcy i rentierskiego; pierwszy rozważany jest w ujęciu produkcyjnym, drugi łączy się z podejściem funduszowym i lokatą m.in. w papiery wartościowe</li> <li>• mierzenie kapitału wiąże z jednostką czasu pracy</li> </ul>
K. Marks	marksizm	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał to zasób środków pozwalających na uzyskanie dochodu bez pracy, czyli renty, zaś dochód może mieć jedynie postać wartościową; zatem kapitał to wartość rodząca nadwartość</li> <li>• ujęcie wartościowe kapitału utożsamiane jest z kapitałem zarobkowym, odnoszącym się do kapitałów zarówno indywidualnego, jak i społecznego</li> </ul>

**Źródło:** opracowanie własne za: K. Marchewka, *Główne nurty w teorii kapitału*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2000, nr 3, s. 117–120.

Mimo braku jasnej definicji kategorii **kapitału** przez wybranych przedstawicieli kolejnych epok należy zaznaczyć, że ich poglądy skupiają się wokół określonych grup kierunków bądź nurtów interpretacyjnych (zob. rys. 1.1). W szczególności, przyjmując za Johnem Richardem Hicksem, należy wyróżnić koncepcję materialistyczną i funduszową kapitału<sup>18</sup>.

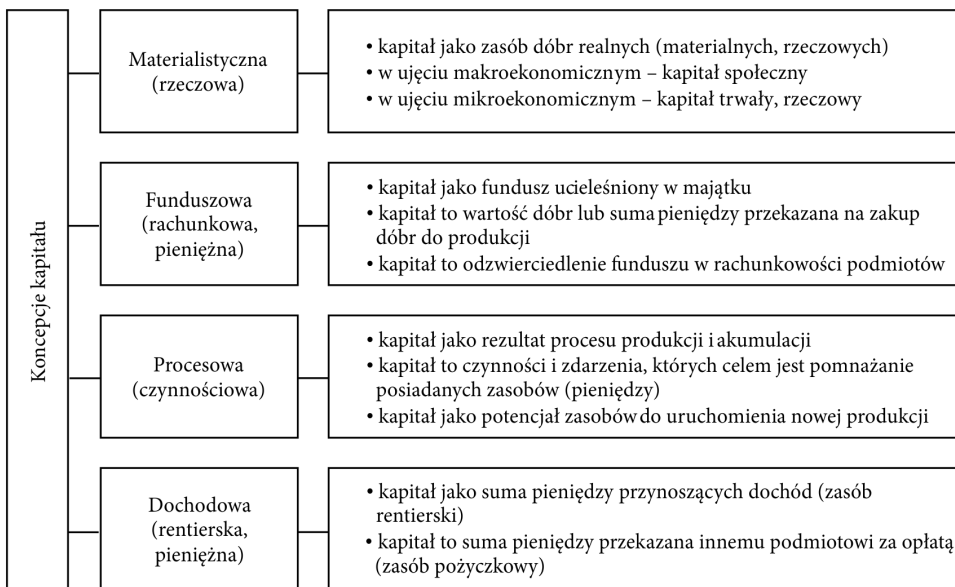
Według koncepcji rzeczowej (materialistycznej) kapitał jest zasobem dóbr realnych istniejących w gospodarce w danym momencie, za pomocą których w przyszłości można będzie wytwarzać nowe dobra. Tym samym mianem *kapitału* można określić tylko i wyłącznie dobra gospodarcze, materialne, rzeczowe, a w szczególności ich wolumen, zasób. Takie pojmowanie kapitału ogranicza się wyłącznie do dóbr będących wynikiem procesu produkcyjnego, co stanowi dystynktywną cechę kapitału odróżniającą go od pozostałych czynników produkcji<sup>19</sup>. Z makroekonomicznego punktu widzenia kapitał jest interpretowany wówczas jako bogactwo społeczne (kapitał społeczny), zaś z perspektywy mikroekonomicznej jako kapitał rzeczowy, trwały.

Koncepcja materialistyczna budzi spore wątpliwości z uwagi na założenie, że dobra kapitałowe utożsamiane są ze zbiorem rzeczy realnych, mających cechy fizyczne. Bezspornie należy natomiast podkreślić, że wyłącznie na podstawie cech fizycznych danych rzeczy nie można mówić o kapitale, gdyż jego fundamentalną sprawą jest zastosowanie tych rzeczy w procesie produkcji, w gospodarce. Radykalną krytykę

18 J.R. Hicks, *Perspektywy ekonomii. Szkice z teorii pieniądza i teorii wzrostu*, tłum. H. Góralska, J. Kochanowicz, PWE, Warszawa 1988, s. 183–203.

19 P.A. Samuelson, W.D. Nordhaus, *Ekonomia*, t. 1, tłum. H. i K. Hagemeyer, J. Czekaj, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1995, s. 97–100.

materialistycznej koncepcji kapitału zaprezentował Marks, twierdząc, że będące rezultatem procesu produkcji dobra rzeczowe nie są kapitałem nawet wówczas, gdy obok ziemi i pracy są traktowane jako kluczowy czynnik produkcji. „Każdy organ człowieka jest bowiem kapitałem, ponieważ musi być przez działalność, pracę nie tylko rozwijany, lecz żywiony, reprodukowany, aby mógł działać jako organ. Tak więc ramię, szczególnie ręka jest kapitałem”<sup>20</sup>. Podobne stanowisko prezentuje współczesny francuski ekonomista Thomas Piketty, podkreślając, że kapitał nie istnieje w gospodarce naturalnej, obejmuje natomiast wyłącznie dobra, które mogą być posiadane i wymieniane na rynku, czyli, inaczej mówiąc, towary<sup>21</sup>.



**Rysunek 1.1.** Główne koncepcje kapitału

**Źródło:** opracowanie własne.

Koncepcja funduszowa (rachunkowa, czasem pieniężna) kapitału według Hicksa ma z kolei charakter mikroekonomiczny, gdyż kapitał jest odzwierciedleniem funduszu w rachunkowości podmiotów. Warto zaznaczyć, że kategoria funduszu<sup>22</sup> wyraża pieniężną równowartość tej części zasobów majątkowych, którym nadano

20 K. Marks, *Zarys krytyki ekonomii politycznej*, tłum. Z.J. Wyrozemski, Książka i Wiedza, Warszawa 1986, s. 185–186.

21 T. Piketty, *Kapitał w XXI wieku*, tłum. A. Bilik, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa 2015, s. 63.

22 Różnica między pojęciami kapitał i fundusz odnosi się do własności środków produkcji – odpowiednio kapitalistycznych i socjalistycznych, jednakże współcześnie wciąż używane jest pojęcie funduszu, np. w sprawozdawczości przedsiębiorstw państwowych bądź spółdzielni.

określone przeznaczenie gospodarcze<sup>23</sup>. Zgodnie z podejściem rachunkowym „kapitał jest funduszem ucieleśnionym w majątku”, czyli maszynach, urządzeniach itp. Innymi słowy, kapitał utożsamiany jest z wartością dóbr lub też bezpośrednio sumą pieniędzy przekazaną na zakup dóbr do produkcji. Tego typu podejście może być bliskie współczesnemu określeniu kapitału obrotowego, pracującego (*working capital*). Mając na uwadze funduszowe pojmowanie kapitału, warto podkreślić, że nie jest on jakimś „darem”, czyli otrzymanym zasobem dóbr rzeczowych, materialnych, ale oczywistym rezultatem procesu produkcji i akumulacji. Niektórzy ekonomiści zwracają uwagę na koncepcję kapitału jako procesu, gdyż są nim czynności i zdarzenia, których celem jest pomnażanie posiadanych zasobów (pieniędzy). Przywołując bowiem podejście Marksa, wypada zasygnalizować, że „kapitał nie jest prostym stosunkiem, lecz procesem, w którego różnych momentach zawsze pozostaje kapitałem”<sup>24</sup>. Podobne stanowisko zajmuje Hernando de Soto, twierdząc, że „kapitału nie stanowią zgromadzone zasoby, lecz obecny w nich potencjał do uruchomienia nowej produkcji”<sup>25</sup>. Zarówno w funduszowym, jak i procesowym (czynnościowym) ujęciu kapitału dominuje zagadnienie dochodu, zysku z kapitału. Celem procesu w gospodarce nie jest bowiem wytwarzanie wartości użytkowych, ale głównie osiąganie korzyści ekonomicznych w postaci zysku. Cytując Marksa, „kupić, aby sprzedać z zyskiem”, procesowe ujęcie kapitału zakłada w gruncie rzeczy takie przekształcenie pieniądza w towar, a następnie towaru z powrotem w pieniądź, by ostatecznie wygenerować zysk.

Oprócz powyższych koncepcji wyodrębnić można również trzeci nurt – dochodowy (rentierski, także pieniężny), podobnie jak w wypadku koncepcji procesowej wywodzący się z podejścia funduszowego. Zgodnie z nurtem dochodowym kapitał rozumiany jest jako suma zaoszczędzonych pieniędzy, suma pieniędzy przynosząca dochód (zasób rentierski) bądź przekazana innemu podmiotowi za opłatą (zasób pożyczkowy). W tym wypadku chodzi zatem o zasób niemający bezpośredniego zastosowania w procesie produkcji i niestanowiący wydatku po stronie przedsiębiorcy, wręcz przeciwnie – związany z dochodem uzyskiwanym najczęściej w formie procentu (renty, zysku) z kapitału. Niektórzy autorzy utożsamiają to podejście ściśle z kapitałem pieniężnym<sup>26</sup>, co jest dyskusyjne z uwagi na fakt, że „pieniądz, będąc rzeczą jest pozbawiony zdolności do mnożenia się, właściwej istotom żywym”<sup>27</sup>. Współczesnego pieniądza nie należy jednakże traktować jako rzeczy, lecz jako zasób po przekształceniu w aktywa finansowe stający się kapitałem. W tym rozumieniu nie każdy pieniądź jest kapitałem, a jedynie ten zainwestowany, czyli taki, którego posiadanie daje właścicielowi określone korzyści (dochody).

23 S. Skrzywan (red. nauk.), *Mała encyklopedia rachunkowości*, Polskie Wydawnictwa Gospodarcze, Warszawa 1959.

24 K. Marks, *Zarys...*, s. 186.

25 H. de Soto, *Tajemnica kapitału: dlaczego kapitalizm triumfuje na Zachodzie a zawodzi gdzie indziej*, tłum. S. Czarnik, wyd. 2, Fijor Publishing, Chicago–Warszawa 2007, s. 64.

26 K. Marchewka, *Główne nurty w teorii kapitału*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2000, nr 3, s. 117–120.

27 P.H. Dembiński, *Finanse po zawale*, Studio Emka, Warszawa 2011, s. 100.

Abstrahując od szeregu poglądów na temat kapitału w teorii ekonomii, warto podkreślić, że w wielu opracowaniach naukowych dotyczących finansów za prekursora definicji kapitału uznaje się François Quesnaya, według którego kapitał to dobra wcześniej zgromadzone w celu podjęcia i prowadzenia produkcji<sup>28</sup>. Mając bądź co bądź na uwadze dotychczasowy dorobek naukowy w dziedzinie finansów i ekonomii, należy wyraźnie podkreślić fakt wielości zarówno historycznych<sup>29</sup>, jak i współczesnych definicji kapitału, odnoszących się tak do pojedynczych podmiotów (w tym zazwyczaj przedsiębiorstw), jak i państwa jako całości (zob. tab. 1.2).

**Tabela 1.2.** Przegląd wybranych definicji kapitału we współczesnej literaturze ekonomicznej

Autor	Definicja
1	2
K. Jajuga	<ul style="list-style-type: none"> <li>kapitał to aktywa, które mogą być wykorzystane do osiągnięcia przyszłych korzyści, w tym wytworzenia innych aktywów</li> </ul>
A. Duliniec	<ul style="list-style-type: none"> <li>kapitał obejmuje fundusze (zasoby finansowe) powierzone przedsiębiorstwu przez jego właścicieli i wierzycieli</li> </ul>
J. Czekaj, Z. Dresler	<ul style="list-style-type: none"> <li>kapitał stanowią wszystkie elementy występujące po stronie pasywów w bilansie przedsiębiorstwa i będące źródłem finansowania składników majątkowych zgromadzonych w przedsiębiorstwie</li> </ul>
J. Gajdka	<ul style="list-style-type: none"> <li>kapitał to ogół środków finansowych finansujących aktywa podmiotu gospodarczego</li> </ul>
M. Jerzemowska	<ul style="list-style-type: none"> <li>kapitał obejmuje całokształt zaangażowanych w przedsiębiorstwie wewnętrznych i zewnętrznych, własnych i obcych, terminowych i nieterminowych zasobów</li> </ul>
A. Dyduch, Z. Wydymus	<ul style="list-style-type: none"> <li>kapitał to inaczej aktywa, które mają zdolność wytwarzania dochodu i także zostały wyprodukowane</li> </ul>
P. Krugman, R. Wells	<ul style="list-style-type: none"> <li>kapitał to wartość majątku, jednakże wyróżnia się kapitały fizyczny (budynki, narzędzia, maszyny itp.) i ludzki, będący rezultatem wzrostu produktywności pracy</li> </ul>

28 M. Jerzemowska, *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 13.

29 Wybrane pozycje literatury ekonomicznej poruszającej kwestię definicji kapitału na początku XX wieku: C.A. Tuttle, *The Real Capital Concept*, „Quarterly Journal of Economics” 1903, vol. 18, no. 1; W. Jacoby, *Der Streit um den Kapitalbegriff seine geschichtliche Entwicklung und Versuche zu seiner Lösung*, Fischer, Jena 1908; W. Hohoff, *Zur Geschichte des Wortes und Begriffs „Kapital”*, „Vierteljahrsschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte” 1918–1920, Bd. 14, Hf. 4; E. Fossati, *Beitrag zum Kapitalbegriff*, „Zeitschrift für Nationalökonomie” 1930, Bd. 1, Hf. 5; W. Trąmpczyński, *Pojęcie kapitału*, „Poznańskie Prace Ekonomiczne” 1937, nr 24; S.T. Skrzypek, *Pojęcie kapitału w literaturze*, nakładem Towarzystwa Naukowego, Lwów 1939; J. Bless, *Das Wesen des Kapitals. Eine kapitaltheoretische Untersuchung*, Buchdruckerei Konkordia, Winterthur 1945.

Tabela 1.2 (cd.)

1	2
T. Piketty	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał nie istnieje w gospodarce naturalnej, obejmuje natomiast wyłącznie dobra, które mogą być posiadane i wymieniane na rynku</li> </ul>
P.L. Bernstein	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał jest specyficzną kategorią ekonomiczną oznaczającą nagromadzone dobra (zasoby), służące do realizowania i rozwijania działalności gospodarczej</li> </ul>
E.A. Hendriksen, M.F. van Breda	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał oznacza wielkość wszystkich wartości pieniężnych powierzonych przedsiębiorstwu</li> </ul>
K.S. Most	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał stanowi atrybut bogactwa reprezentowany w systemie podwójnego zapisu księgowego</li> </ul>
P. Bourdieu	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał stanowi zakumulowana praca, która jeśli zostanie przywłaszczona na prywatnej tzn. wyłącznej podstawie przez jakąś osobę lub grupę osób, umożliwia im zawłaszczenie energii społecznej w formie uprzedmiotowionej lub żywej pracy</li> </ul>
M. Dobija	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał to abstrakcyjna, potencjalna zdolność obiektu do wykonywania pracy, czyli kategorii mierzonej jednostkami pracy, oznaczającymi iloraz jednostki mocy i liczby jednostek czasu pracy</li> </ul>
E.R. Dewey	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kapitał to wszystkie pożyteczne zasoby w produkcji (np. surowce, drogi, mosty, budynki, maszyny), jak również umiejętności ludzi, ich kompetencje, uczciwość, a także trwałość porządku społecznego</li> </ul>

**Źródło:** opracowanie własne za: K. Jajuga, *Elementy nauki o finansach*, PWE, Warszawa 2007, s. 12; J. Czekaj, Z. Dresler, *Podstawy zarządzania finansami firm*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1995, s. 92; A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, wyd. 2 zm., Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 13; J. Gajdka, *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 19–20; M. Jerzemowska i in., *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, wyd. 3 zm., PWE, Warszawa 2013, s. 162; A. Dyduch, Z. Wydymus, *Struktura kapitału a wartość przedsiębiorstwa*, „Zagadnienia Techniczno-Ekonomiczne” 2003, t. 48, nr 1, s. 62–64; P. Krugman, R. Wells, *Mikroekonomia*, tłum. A. Cieślik i in., Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2012, s. 902; T. Piketty, *Kapitał w XXI wieku*, tłum. A. Bilik, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa 2015, s. 63; P.L. Bernstein, *Capital Ideas Evolving*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey 2007, s. 23; E.A. Hendriksen, M.F. van Breda, *Teoria rachunkowości*, tłum. G. Idzikowska, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 281; K.S. Most, *Sombart's Propositions Revisited*, „The Accounting Review” 1972, vol. 47, no. 4; P. Bourdieu, *The Forms of Capital*, [in:] J.G. Richardson (ed.), *Handbook of Theory and Research for Sociology of Education*, Greenwood Press, New York 1986, s. 241–258; M. Dobija, *Ekonomiczne konsekwencje konfrontacji kapitału i pracy*, „Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy” 2018, nr 54, s. 65–67; D. Dewey, *Modern Capital Theory*, Columbia University Press, New York 1965, s. 9.

Współcześnie, jak podają Michel Glautier, Brian Underdown i Deigan Morris, kategoria kapitału jest zbieżna z definicją Quesnaya i oparta została na kategorii aktywów wykorzystywanych do produkcji dóbr oraz usług<sup>30</sup>. Wobec tego definicje

30 M. Glautier, B. Underdown, D. Morris, *Accounting Theory and Practice*, 8th ed., Financial Times Prentice Hall, Harlow–New York 2011, s. 429.

kapitału najczęściej podkreślają jego zasobowy charakter, eksponując jednocześnie ujęcie prezentowane w rachunkowości, odnoszące się do podmiotów gospodarczych. Niektórzy autorzy wręcz nakazują, by definiując kapitał przedsiębiorstwa wyraźnie rozdzielać jego sens rachunkowy i finansowy<sup>31</sup>. Kapitał w znaczeniu rachunkowym nawiązuje do tradycyjnej definicji, według której należy rozumieć go jako wszystkie składniki występujące po stronie pasywów w bilansie przedsiębiorstwa<sup>32</sup> i stanowiące źródła finansowania aktywów (majątku)<sup>33</sup>. Rachunkowość traktuje kapitał jako wartościowo wyrażone prawa właścicieli i wierzycieli przedsiębiorstwa do majątku przez niego wykorzystywanego. Kapitał finansowy z kolei, jak zaznacza Janicka, rozumiany jest jako określony zasób środków finansowych przeznaczonych na cele inwestycyjne<sup>34</sup>.

Odnosząc się ściśle do kategorii kapitału własnego przedsiębiorstwa, należy traktować ją jako kategorię aktywów netto, czyli aktywów jednostki pomniejszonych o zobowiązania. Teoretycznych podstaw kapitału własnego nie mogą kształtować wyłącznie regulacje prawa bilansowego<sup>35</sup>. Jak słusznie zauważa Stefan Górniak nazwa *kapitał* w kontekście, w jakim posługuje się nim rachunkowość, jest w rzeczywistości skrótem zastępującym określenie *źródła uzyskania kapitału*<sup>36</sup>. Wobec powyższego kategorii kapitału nie należy uzależniać wyłącznie od struktury pasywów bilansu przedsiębiorstwa, a wręcz przeciwnie powinno się ją ściśle wiązać z określoną teorią ekonomii.

Krzysztof Jajuga utożsamia kapitał z aktywami, jakie mogą być użyte do osiągnięcia przyszłych korzyści, w tym także wytworzenia innych aktywów<sup>37</sup>. Paul Krugman i Robin Wells definiują kapitał również jako wartość majątku, jednakże wyróżniają jednocześnie kapitał fizyczny (utożsamiany z zasobami takimi jak budynki, narzędzia, maszyny itp.) oraz kapitał ludzki, będący rezultatem wzrostu produktywności pracy przez proces uczenia się<sup>38</sup>. Najbardziej pojemną definicję kapitału zaprezentował jednak Donald Dewey, uznając za kapitał wszystkie pożyteczne zasoby produkcyjne, surowce, drogi, mosty, budynki, maszyny czy nawet ścięte kwiaty, jak też umiejętności ludzi, ich kompetencje, uczciwość, a także trwałość porządku

31 J. Iwin-Garżyńska, *Szkice o kapitale i podatkach*, Difin, Warszawa 2010, s. 33.

32 Pojęcie pasywów nie jest jednoznacznie postrzegane w literaturze przedmiotu. Dla przykładu w terminologii anglosaskiej utożsamia się je często ze zobowiązaniami jednostki gospodarczej, dlatego na jej źródła finansowania majątku składają się nie tylko pasywa (zobowiązania), ale również kapitały.

33 J. Czekaj, Z. Dresler, *Podstawy zarządzania finansami firm*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1995, s. 92.

34 M. Janicka, *Liberalizacja przepływów kapitałowych w gospodarce światowej. Przypadek Polski*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 15.

35 M. Dobija, *Rachunkowość zarządcza i controlling*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 22.

36 S. Górniak, *Zasady nauki o bilansach*, Wydawnictwo Horyzont, Kraków 1948, s. 7.

37 K. Jajuga, *Elementy nauki o finansach*, PWE, Warszawa 2007, s. 12.

38 P. Krugman, R. Wells, *Mikroekonomia*, tłum. A. Cieślík i in., Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2012, s. 902.

publicznego<sup>39</sup>. Nowatorskie pojmowanie kapitału prezentuje natomiast Mieczysław Dobija, łączący nauki ekonomiczne i fizyczne<sup>40</sup> w stwierdzeniu, że jednym z kluczowych elementów kapitału jest praca niezbędna do akumulacji kapitału, skojarzona z użyciem energii<sup>41</sup>. Kapitał jest więc kategorią abstrakcyjną, oznaczającą potencjalną zdolność obiektu do wykonywania pracy, czyli kategorii mierzalnej w jednostkach pracy, gdzie taka jednostka oznacza iloraz jednostki mocy i liczby jednostek czasu pracy<sup>42</sup>. Kapitał jest ściśle powiązany z pracą, gdyż reprezentuje zdolność do jej wykonania. Ta potencjalna zdolność w naukach fizycznych nazywa się energią, a w ekonomicznych – kapitałem.

Dyskusyjną sprawą w teoretycznym ujmowaniu kapitału jest spotykana w literaturze i praktyce gospodarczej wielość dookreśleń tej kategorii. Mowa tu o tak reprezentatywnych kategoriach ekonomicznych i finansowych, jak kapitał produkcyjny, pieniężny, finansowy, rzeczowy, własny (w tym zakładowy, podstawowy, akcyjny, zapasowy, rezerwowy, z aktualizacji wyceny), obcy, zasobowy, samofinansowania, całkowity, trwałe, stałe, obrotowy, zainwestowany, oprocentowany, krótko- i długoterminowy, intelektualny, hybrydowy, docelowy itp., które mocno zakorzeniły się w literaturze przedmiotu. Obserwuje się charakterystyczną dla obecnych czasów powszechną praktykę, można wręcz powiedzieć modę na określanie kapitału w różnych dziedzinach nauki właściwym im, niekiedy specyficznym, przymiotnikiem. Mówi się na przykład o kapitale ludzkim, społecznym, edukacyjnym, organizacyjnym, relacji, przyrodniczym, politycznym, a nawet symbolicznym. Za najbardziej zaskakujące można uznać określenia użyte przez polskiego socjologa Piotra Sztompkę, wyróżniającego kapitały: kulturowy, pomostowy, ufności, wiarygodności, wiążący czy też zaufania<sup>43</sup>. Nasuwa się zatem pytanie, czy stosowanie kategorii kapitału w szerokim spektrum nauk jest po pierwsze uzasadnione, a po drugie dopuszczalne. Z ontologicznego punktu widzenia słuszna wydaje się konstatacja, że samej kategorii kapitału nie powinno się dowolnie dookreślać jakimkolwiek przymiotnikiem, gdyż zatracą się wówczas istotę kapitału jako takiego, ujmowanego w teorii ekonomii. Ponadto, chcąc uniknąć zarzutu, że wszelkie zjawiska redukuje się wyłącznie do ekonomii czy finansów, można przyjąć tezę o dopuszczalności stosowania tego typu zabiegów słownych. Bezsprzecznie natomiast należy odnieść się do pierwotnej konceptualizacji kapitału, niewątpliwie wywodzącej się z nauk ekonomicznych.

39 D. Dewey, *Modern Capital Theory*, Columbia University Press, New York 1965, s. 9.

40 M. Dobija, *Abstract Nature of Capital and Money*, [in:] L.M. Cornwall (ed.), *New Developments in Banking and Finance*, ch. 4, Nova Science Publishers, New York 2007; idem, *Teoria kapitału jako podstawa reform system finansów publicznych*, „Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy” 2009, nr 14.

41 Idem (red.), *Teoria rachunkowości w zarysie*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 2015, s. 12–14.

42 Idem, *Ekonomiczne konsekwencje konfrontacji kapitału i pracy*, „Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy” 2018, nr 54, s. 65–67.

43 P. Sztompka, *Zaufanie. Fundament społeczeństwa*, Znak, Kraków 2007.

## 1.2. Teoretyczne ujęcia zysku

Kategoria zysku, podobnie jak kategoria kapitału, przechodziła w teorii ekonomii i finansów ewolucję historyczną. Kategorię zysku (ang. *profit*) można odnaleźć w historii myśli ekonomicznej poświęconej zagadnieniu procentu (ang. *interest*), rozumianego ogólnie jako zysk z pożyczki pieniężnej. Inaczej mówiąc, z uwzględnieniem funduszowej koncepcji kapitału, procent oznacza zysk z kapitału, czyli kwotę pieniędzy przekazanych innemu podmiotowi za opłatą. Kapitał jest bowiem dobrem przeznaczonym na to, by przynosiło dochód<sup>44</sup>. Wbrew „pieniężnemu” postrzeganiu procentu nie należy go jednak utożsamiać z pojęciem pieniądza. Mając bowiem na uwadze antyczne, filozoficzne podejście do kategorii procentu, wyrażane m.in. przez Arystotelesa, należy podkreślić, że znaczenie słowa procent (grec. *tókos*, czyli poród) mylnie implikuje ogólne stwierdzenie, że „pieniądz uzyskiwany jest z pieniądza”<sup>45</sup>. Takie postrzeganie jest niezgodne z naturą pieniądza, realizującego swą istotę tylko w akcie wymiany (kupna i sprzedaży)<sup>46</sup>.

Jedne z pierwszych szeroko opisanych teoretycznych koncepcji, dotyczących kwestii rozumienia zysku z kapitału, pojawiły się w opracowaniach Turgota, Smitha, Ricarda i Saya. Pionierską ogólną teorię stworzył Turgot, utożsamiając zysk z kapitału z pojęciem renty z gruntu, który w każdej chwili można zakupić<sup>47</sup>. Ricardo uzależniał zysk z kapitału od wysokości płac i zidentyfikował go z procentem<sup>48</sup>. Smith z kolei, wprowadzając definicję zysków z kapitału, nazywanych przez niego *pożytkami*, co ważne odróżnił jednak od siebie kategorie zysku i procentu. Zysk rozumiany był przez niego jako dochód uzyskiwany z kapitału pochodzącego z produkcji, zaś procent oznaczał swoistą cenę pożyczki, czyli dochód otrzymywany przez osobę nieużywającą własnego kapitału, ale pożyczającą go innej osobie<sup>49</sup>. Jego zdaniem w cenie każdego dobra znajdują się trzy pierwotne źródła wszelkiego dochodu, czyli renta, płaca i kapitał, zaś zysk z kapitału nie jest płacą za pracę przedsiębiorcy<sup>50</sup>.

Wspomniani przedstawiciele szkoły klasycznej pojmowali zysk jako dochód z produkcji przypadający właścicielowi kapitału z tytułu jego prawa własności do środków produkcji<sup>51</sup>. W przedstawionym rozumowaniu nie dostrzega się jednak

44 W. Trąmpczyński, *op. cit.*, s. 88.

45 Arystoteles, *Polityka*, tłum. L. Piotrowicz, Ossolineum, Wrocław 1953, s. 24.

46 Pogląd ten wyraża stwierdzenie *pecunia pecuniam parere non potest*, czyli pieniądz nie rodzi pieniądza. Por. idem, *Polityka z dodaniem Pseudo-Arystotelesowskiej Ekonomiki*, tłum. L. Piotrowicz, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1964, ks. I, s. 20–26.

47 E. von Böhm-Bawerk, *Kapitał i zysk z kapitału*, tłum. W. Zawadzki, Gebethner i Wolff, Warszawa 1924, s. 64–70.

48 M. Blaug, *op. cit.*, s. 135–137.

49 A. Smith, *op. cit.*, s. 306–308.

50 *Ibidem*, s. 73–79.

51 Por. L. Caro, *Der Wucher*, Duncker & Humblot, Leipzig 1893, s. 85.



wyraźnej granicy między dochodem z kapitału a zyskiem przedsiębiorcy<sup>52</sup>. Nieco inne spojrzenie na zysk z kapitału prezentuje Say, określając go mianem *nagrody za usługi kapitału*, podobnie jak praca przyczyniającym się do bogactwa<sup>53</sup>. Co ważne, wyróżnia on cztery rodzaje dochodu: płacę (z pracy), rentę gruntową (z ziemi), procent (z kapitału) i zysk przedsiębiorcy. Rozwijając to podejście, Böhm-Bawerk dokonał klasyfikacji zysku na ten z kapitału produkcyjnego i ten będący wynagrodzeniem dla właściciela za wysiłek, którego ta produkcja jest rezultatem<sup>54</sup>. Senior stwierdził wprost, że zysk z kapitału jest wynagrodzeniem za wstrzeźliwość kapitalisty<sup>55</sup>. Zdaniem marksistów z kolei zysk z kapitału jako wynagrodzenie dla kapitalisty nie znajduje racjonalnego uzasadnienia. Marks definiował zysk jako wartość dodatkową<sup>56</sup>, stanowiącą nadwyżkę wartości produktu nad sumą składników produkcji, której źródłem jest wyłącznie praca robotnika, aczkolwiek zawłaszczana przez przedsiębiorcę – kapitalistę. Nadwyżkę tę dzieli między otrzymującego procent właściciela kapitału i angażującego kapitał, osiągającego zysk przedsiębiorcę. W wyniku tej wymiany kapitalista „produkcyjny” zmuszony jest dzielić się zyskiem z kapitalistą „pożyczkowym”. Natomiast Keynes, postrzegając zysk z kapitału (procent) jako swego rodzaju „kompensatę za zrzeczenie się płynności na określony czas”<sup>57</sup>, przedstawia w ogólnym uproszczeniu, że zysk jest ceną pieniądza pożyczkowego. Inaczej mówiąc, stanowi on kwotę pieniędzy, jaką można uzyskać, rezygnując z rozporządzania nią w zamian za wierzytelność w określonym czasie. Pogląd ten podkreśla więc znaczenie zysku determinowanego popytem i popytem na zasoby pieniężne.

Na podstawie przedstawionego dotychczas przeglądu literatury przedmiotu można stwierdzić, że z kategorią kapitału z konieczności wiąże się kategoria zysku, ogólnie rzecz ujmując postrzeganego dwojako jako:

- 1) dochód – swego rodzaju wartość dodatkowa uzyskiwana w określonym czasie, związana głównie z materialistyczną koncepcją kapitału rzeczowego, produkcyjnego (zysk w ujęciu dynamicznym);
- 2) procent – stanowiący formę wyboru, wyrzeczenia się, odnoszący się do koncepcji kapitału funduszowego, pieniężnego, wartościowego (zysk w ujęciu statycznym).

52 Zwrócił na to uwagę m.in. E. Carell, *Unternehmergeinn und Arbeitslohn*, Richard Pflaum Verlag, München 1950, s. 15.

53 J.B. Say, *Wykład ekonomii politycznej, czyli proste wytuszczenie jak się tworzą, rozdzielają i spożywają bogactwa*, t. 2, tłum. D. Dzierzynski, Drukarnia Zawadzkiego i Węckiego Uprzywilejowanych Drukarzy i Księgarzy Dworu Królestwa Polskiego, Warszawa 1821, s. 156.

54 E. von Böhm-Bawerk, *Capital and Interest: A Critical History of Economic Theory*, McMillan & Co., London–New York 1890, s. 36–42.

55 Idem, *Kapitał...*, s. 279.

56 K. Marks, *Kapitał*, t. 1, tłum. J. Heryng i in., wyd. 3, Książka i Wiedza, Warszawa 1951, s. 223.

57 J.M. Keynes, *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, tłum. M. Kalecki, S. Rączkowski, wyd. 3, 3 dodr., Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2012, s. 146–154.

Podsumowując, kategoria zysku nierozzerwalnie wiąże się z kapitałem, gdyż zysk można określić jako miarę przyrostu kapitału w procesach gospodarowania. Przyjmując za Dobiją, kapitał nie powstaje z niczego, lecz jest transferowany przez pracę gromadzącą się w określonych zasobach<sup>58</sup>. Samo posiadanie kapitału nie wystarcza jednak do tego, by osiągnąć zysk, gdyż niezbędna jest przy tym umiejętność odpowiedniego posługiwania się tym kapitałem<sup>59</sup>.

Interesujące podejście do definiowania zysku zaprezentował w 1906 roku Fisher, który potraktował go jako funkcję pracy kapitału i utożsamił z przychodami z działalności transportowej, przy założeniu, że stanowi on infrastrukturę kolejową<sup>60</sup>. Zysk traktował zatem jako rezultat pracy, usług transportowych świadczonych właścicielowi kapitału. Inną, równie ciekawą interpretację zysku, można znaleźć w pracach Glautiera, Underdowna i Morrisa, utożsamiających kapitał z drzewem, zaś zysk z jego owocem, którego konsumpcja przynależy do właściciela drzewa<sup>61</sup>.

Teorie ekonomii i finansów nie wypracowały jak dotąd jednej spójnej definicji zysku, istnieją jej różnorodne warianty używane do własnych celów<sup>62</sup>. W następstwie postępującego rozwoju gospodarki rynkowej i rynku kapitałowego kategoria ta we współczesnej literaturze przedmiotu sprowadzana jest najczęściej do ekonomicznego zysku przedsiębiorcy. Teoria rachunkowości w większym stopniu skupia się na sposobach i metodach jego pomiaru, teorie finansów wiążą go z miarą efektywności ekonomicznej służącej do wyceny przedsiębiorstwa, zaś teoria ekonomii koncentruje się na koncepcyjnym określeniu, czym jest zysk, jaka jest jego natura i istota. Tym samym w zależności od przyjętej perspektywy, zysk może być rozpatrywany na dwóch odmiennych płaszczyznach – ekonomicznej lub finansowo-rachunkowej.

Przypisanie zysku do podmiotu prowadzącego działalność gospodarczą wynikać może z funkcji, jakie zysk pełni w gospodarce. Trzonem gospodarki rynkowej są obecnie przedsiębiorstwa prywatne, co pociąga za sobą konieczność uwzględnienia kwestii pomnażania posiadanego przez nie kapitału i generowania zysku, będącego wymiernym rezultatem działalności gospodarczej, interpretowanej jako „zorganizowana działalność zarobkowa, wykonywana we własnym imieniu i w sposób ciągły”<sup>63</sup>.

58 M. Dobija, *Układ pojęć konstytuujących teorię rachunkowości w kontekście nauk ekonomicznych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie” 2016, t. 89, nr 145, s. 9–28.

59 G. Reisman, *Kapitał i Kapitalizm XXI wieku*, tłum. P. Nowakowski, Fijorr Publishing, Warszawa 2015, s. 26.

60 I. Fisher, *The Nature...*, s. 52–53.

61 M. Glautier, B. Underdown, D. Morris, *op. cit.*, s. 429.

62 P. van Cauwenberge, I. de Beelde, *On the IASB Comprehensive Income Project: An Analysis of the Case for Dual Income Display*, „Abacus” 2007, vol. 43, no. 1, s. 23.

63 Ustawa z dnia 6 marca 2018 r. Prawo przedsiębiorców, Dz.U., poz. 646, art. 3.

Nie bez znaczenia pozostaje również uznanie przedsiębiorstw za „najważniejsze instytucje systemu ekonomicznego utworzone w celu osiągnięcia zysków”<sup>64</sup>.

Zysk, ogólnie rozumiany jako dodatni wynik działalności gospodarczej danego podmiotu, stanowi jedną z ważniejszych kategorii ekonomicznych i kluczowy obiekt zainteresowania różnych grup interesariuszy przedsiębiorstwa. Ponadto za Jerzym Gieruszem i Joanną Gawrońską można wskazać, że zysk pełni jedną z ważniejszych funkcji w gospodarce jako całości, będąc w szczególności<sup>65</sup>:

- 1) miernikiem dokonań jednostek w określonym przedziale czasu;
- 2) podstawą finansowania rozwoju;
- 3) wsparciem procesów decyzyjnych i kontrolnych;
- 4) wskaźnikiem tych obszarów (sektorów gospodarki), gdzie zasoby mogą znaleźć najbardziej efektywne zastosowanie;
- 5) czynnikiem oddziałującym na zachowania uczestników rynku kapitałowego – inwestorów, kredytodawców;
- 6) elementem wpływającym na wyceny rynkowe instrumentów finansowych.

Mimo powszechnej opinii, że zysk jest miarą efektywności ekonomicznej podmiotu gospodarczego, należy podkreślić jego wieloaspektowy, interdyscyplinarny i niejednoznaczny charakter. Kategoria zysku w tym rozumieniu obecna jest w różnych regulacjach, m.in. przepisach prawa handlowego, bilansowego czy podatkowego, co stanowi uzasadnienie dla konieczności uwzględnienia ich specyfiki w definiowaniu pojęcia zysku i posługiwaniu się tą kategorią w praktyce gospodarczej.

Analizując regulacje prawa handlowego, warto wskazać, że nie zawierają one konkretnej definicji zysku, aczkolwiek wielokrotnie posługują się tą kategorią. Na przykład w kodeksie spółek handlowych<sup>66</sup> odnaleźć można takie kategorie jak: zysk, zysk spółki, kwota zysku, prawo do zysku, podział zysku, zysk przypadający wspólnikom, zysk za ostatni rok obrotowy, które stosowane są przez ustawodawcę, aczkolwiek w żadnym miejscu nie ma odwołania wprost do definicji zysku. Mając na uwadze kontekst prawa handlowego, Andrzej Koch i Jacek Napierała definiują zysk jako „nadwyżkę wpływów pieniężnych nad wydatkami i obowiązkowymi odpisami w określonym czasie”<sup>67</sup>. Takie określenie w znacznym stopniu odbiega od ogólnego rozumienia zysku jako dodatniego wyniku finansowego przedsiębiorstwa, dodatkowo sprowadza go do wymiaru pieniężnego (kasowego), co budzi spore wątpliwości.

Definicję zysku prezentuje także prawo bilansowe, czyli ogół norm prawnych regulujących podstawowe zasady prowadzenia rachunkowości przez podmioty gospodarcze<sup>68</sup>. Zgodnie z ustawą o rachunkowości przez przychody i zyski rozumie

64 M. Bednarski, J. Wilkin, *Ekonomia dla prawników i nie tylko*, LexisNexis, wyd. 3, Wydawnictwo Prawnicze LexisNexis, Warszawa 2007, s. 97.

65 J. Gierusz, J. Gawrońska, *Ewolucja pojęcia wyniku finansowego a pomiar jego jakości*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2012, t. 66, nr 122, s. 29.

66 Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz.U. Nr 94, poz. 1037.

67 A. Koch i in., *Prawo spółek handlowych*, wyd. 6, Wolters Kluwer, Warszawa 2017, s. 300.

68 I. Olchowicz, M. Jamroz, *Rachunkowość podatkowa*, Difin, Warszawa 2018, s. 11.

się „uprawdopodobnione powstanie w okresie sprawozdawczym korzyści ekonomicznych, o wiarygodnie określonej wartości [...], które doprowadzą do wzrostu kapitału własnego lub zmniejszenia jego niedoboru”<sup>69</sup>.

Wykorzystane przez ustawodawcę określenie zysków sugeruje, że należą one do kategorii ekonomicznych będących miarami wyników finansowych podmiotu gospodarczego. Z innej perspektywy można stwierdzić, że zyski są rezultatem zmian wartości poszczególnych pozycji bilansu przedsiębiorstwa obrazujących jego efektywność ekonomiczną. W rachunkowości zysk jest zawsze prezentowany w wymiarze pieniężnym, skojarzonym z danym podmiotem gospodarczym i skalkulowanym za dany okres.

Wydawać się może, że ustalony na podstawie regulacji prawa bilansowego wynik finansowy jest tą kategorią, która konsekwentnie winna być implementowana do pozostałych przepisów prawa, w szczególności podatkowego, stanowiącego ogół norm prawnych regulujących ustalanie i pobieranie podatków<sup>70</sup>. Zysk podatkowy i zysk bilansowy przedsiębiorstwa nie są jednak kategoriami tożsamymi. Po pierwsze zysk podatkowy utożsamiany jest z dochodem podatkowym, natomiast na gruncie ekonomii zysk i dochód to zupełnie odmienne kategorie. Po drugie zysk ten stanowi „nadwyżkę sumy przychodów nad kosztami uzyskania przychodu osiągniętą w roku podatkowym”<sup>71</sup>. Nie wszystkie przychody w ujęciu bilansowym są zaś przychodami według prawa podatkowego, podobnie nie wszystkie koszty prezentowane w sprawozdawczości finansowej są równe kosztom uzyskania przychodu<sup>72</sup>.

Porównując obecne w prawie bilansowym i prawie podatkowym definicje zysku, można mimo wszystko wywnioskować, że jest on ustalany według jednakowych reguł, czyli porównania przychodów i kosztów. Podejście to jest zbieżne z interpretacją zysku zaprezentowaną przez Fishera. Wskazał on, że w wypadku działalności gospodarczej zysk pieniężny ustalany jest jako różnica między przychodami a kosztami, aczkolwiek zwraca uwagę na fakt braku ujmowania wszystkich pozycji przychodów i kosztów, szczególnie tych trudnych do wyrażenia w postaci pieniężnej<sup>73</sup>. Stanowi to zatem przyczynek do rozważań nad istotą właściwego pomiaru wyniku finansowego.

69 Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. Nr 121, poz. 591, z późn. zm., art. 3, ust. 1, pkt 30.

70 I. Olchowicz, M. Jamroży, *op. cit.*, s. 32.

71 Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, Dz.U. Nr 21, poz. 86, z późn. zm., art. 7, ust. 2.

72 Przychodami wyłącznie bilansowymi są np. kwoty naliczonych, lecz nieotrzymanych odsetek od należności, odsetki otrzymane w związku ze zwrotem nadpłaconych zobowiązań podatkowych i innych należności budżetowych, kwoty umorzonych zobowiązań itd., zaś kosztami niebędącymi kosztami uzyskania przychodu są np. wydatki na nabycie gruntów lub prawa wieczystego użytkowania gruntów oraz innych środków trwałych, grzywy i kary pieniężne orzeczone w postępowaniu karnym, karnym skarbowym, administracyjnym i sprawach o wykroczenia oraz odsetki od nich, koszty egzekucyjne związane z niewykonaniem zobowiązań itd. Por. I. Olchowicz, M. Jamroży, *op. cit.*, s. 56–94.

73 I. Fisher, *The Nature...*, s. 103.

### 1.3. Główne kategorie zysku

Dyskutując nad teoretycznym ujmowaniem zysku, rozumianego wąsko jako dodatni wynik finansowy przedsiębiorstwa, należy podkreślić, że jest on wciąż wielowymiarową i zróżnicowaną kategorią ekonomiczną. O wielowymiarowości i zróżnicowanym charakterze zysku przedsiębiorstwa świadczą różnego rodzaju warianty tej kategorii występujące w teorii i praktyce przedsiębiorstw, wywodzące się m.in. z definicji prezentowanych w ekonomii, finansach, rachunkowości czy zarządzaniu. W zależności od przyjętej perspektywy można wyróżnić przede wszystkim zyski ekonomiczny i księgowy.

Zysk ekonomiczny, inaczej zwany zyskiem czystym, rezydualnym<sup>74</sup>, nadzwyczajnym, resztowym czy ponadnormalnym, wprowadził do literatury ekonomicznej w XIX wieku Marshall, określając go jako „to co pozostaje z zysków właściciela po odjęciu odsetek od kapitału według obowiązującej stopy procentowej”<sup>75</sup>. Można zatem stwierdzić, że jest to zysk rekompensujący ryzyko ponoszone przez właściciela. W innym rozumieniu zysk nadzwyczajny stanowi nadwyżkę utargu całkowitego nad ekonomicznym kosztem całkowitym, uwzględniającym, podkreślany przez ekonomistów a pomijany przez księgowych, koszt alternatywny działania przedsiębiorstwa (koszt utraconych możliwości). W rezultacie zysk obliczany przez finansistów i księgowych nie jest równoznaczny z zyskiem postrzeganym przez ekonomistów. Jak podaje Stanisław Owsiak, zysk ekonomiczny uwarunkowany jest mikroekonomicznie, a nie przez zasady rachunkowości<sup>76</sup>. Za prawdziwe można uznać zatem stwierdzenie Zofii Dach, że zysk ekonomiczny jest kategorią opartą

74 Warto zaznaczyć, że na gruncie zysku rezydualnego (ekonomicznego) w latach 80. XX wieku po raz pierwszy wdrożono koncepcję ekonomicznej wartości dodanej EVA (*economic value added*), stanowiącej iloczyn wartości zainwestowanego kapitału i różnicy między stopą zwrotu zainwestowanego kapitału a średnioważonym kosztem kapitału. Por. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, tłum. A. Kalinauskas, T. Wiazowski, WIG-Press, Warszawa 1997, s. 135; A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje – systemy – narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 84; iidem, *Badania porównawcze zysku rezydualnego*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstw” 2006, nr 8; A. Szablewski (red.), *Strategie wzrostu wartości firmy*, Poltext, Warszawa 2000, s. 19; idem, R. Tuzimek (red. nauk.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2004, s. 123; T. Dudycz, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005, s. 36; A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 152; eadem, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2011, s. 63; M. Marcinkowska, *Ocena działalności instytucji finansowych*, Difin, Warszawa 2007, s. 269, 500; eadem, *Kształtowanie wartości firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 28; B. Woźniak-Sobczak, *Funkcje kapitału w strategicznym zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2005, s. 78–79.

75 A. Marshall, *Principles of Economics*, Macmillan & Co., New York 1890, s. 142; T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*, s. 135. Jeśli nie zaznaczono inaczej, ten i dalsze cytaty z publikacji obcojęzycznych w przekładzie autora.

76 S. Owsiak, *Podstawy nauki finansów*, PWE, Warszawa 2011, s. 45.

na teoretycznych rozważaniach mogących się zdarzyć alternatywnych działań, podczas gdy zysk księgowy odzwierciedla to, co rzeczywiście nastąpiło i konkretne mierzalne wyniki za dany okres<sup>77</sup>.

Na podstawie powyższych rozważań można mówić także o zysku normalnym, czyli zysku generowanym przez podmiot gospodarczy wówczas, gdy zysk księgowy w całości pokrywa wszelkie koszty księgowe i koszty utraconych możliwości. Przedsiębiorstwo osiągające zysk normalny nie czerpie zysków ekonomicznych, czyli normalny zysk notuje się wówczas, gdy zysk ekonomiczny równy jest zeru. Zysk normalny można zatem traktować jako próg rentowności przedsiębiorstwa.

Literatura przedmiotu posługuje się także kategorią zysku kapitałowego rozumianego ogólnie jako wzrost wartości kapitału, np. w wyniku wzrostu cen posiadanych papierów wartościowych na rynku. Kategoria zysków kapitałowych jest jednak mocno osadzona w regulacjach podatkowych, w szczególności w odniesieniu do podatku dochodowego od osób prawnych<sup>78</sup>. Ustawodawca prezentuje zamkniętą definicję zysków kapitałowych, wymieniając pełny katalog przysporzeń zaliczanych do tego źródła, np. dywidendy, przychody z umorzenia akcji, praw majątkowych, i otwartą – w wypadku innych źródeł (przysporzenia niezaliczane do zysków kapitałowych).

Oprócz powyższych dookreśleń zysku w literaturze i praktyce z zakresu finansów oraz zarządzania najwięcej miejsca i uwagi poświęca się kategoriom zysków korelujących ze sprawozdawczością finansową podmiotów gospodarczych, a w szczególności technikom ich pomiaru (zob. tab. 1.3).

**Tabela 1.3.** Wybrane mierniki zysku przedsiębiorstwa

Miara	Nazwa miernika	Kalkulacja
1	2	3
EBITDA	zysk przed potrąceniem odsetek, podatków, amortyzacji i inflacji	przychody – koszty
EBITA	zysk przed potrąceniem odsetek, podatków i amortyzacji	EBITDA – inflacja
EBIT	zysk przed potrąceniem odsetek i podatków	EBITA – amortyzacja
NOPAT	zysk operacyjny netto po opodatkowaniu	$EBIT \times (1 - \text{stopa podatkowa})$
NOPLAT	zysk operacyjny netto pomniejszony o skorygowany podatek	$EBIT \times (1 - \text{stopa podatkowa w wyrażeniu pieniężnym})$
GOPAT	zysk operacyjny brutto po opodatkowaniu	NOPAT + amortyzacja

77 Z. Dach, *Mikroekonomia*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Kraków 2012, s. 77.

78 Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, art. 7b.

Tabela 1.3 (cd.)

1	2	3
EAT	zysk netto po opodatkowaniu	EBIT + (przychody z odsetek – koszty odsetek) × (1 – stopa podatkowa)
RI (EVA)	zysk rezydualny (ekonomiczna wartość dodana)	NOPAT – średnioważony koszt kapitału
ER	zysk zatrzymany	EAT – dywidendy i inne wypłaty z zysku na rzecz właścicieli

**Źródło:** opracowanie własne.

Za najczęściej stosowaną kategorię zysku przedsiębiorstwa, prezentowaną zarówno w literaturze polskojęzycznej, jak i zagranicznej, można uznać szeroko propagowany w Stanach Zjednoczonych EBIT (*earnings before interest and taxes*), czyli zysk z działalności operacyjnej. W europejskich warunkach sprawozdawczych można obliczyć go za pomocą następującej formuły<sup>79</sup>:

$$EBIT = R - VC - FC$$

lub

$$EBIT = p \times q - (FC + vc \times q) = q \times (p - vc) - FC$$

gdzie:

- EBIT – zysk z działalności operacyjnej,
- R (*revenue*) – przychody ze sprzedaży produktów i usług,
- VC (*variable costs*) – całkowite koszty zmienne,
- FC (*fixed costs*) – koszty stałe działalności operacyjnej,
- p – jednostkowa cena sprzedaży,
- q – liczba sprzedanych produktów,
- vc – jednostkowe koszty zmienne.

EBIT nie uwzględnia po pierwsze kosztów i przychodów finansowych, po drugie obciążeń podatkowych. Rozdzielając go na trzy elementy – rezultat działalności finansowej, podatek dochodowy i zysk netto, można uwypuklić relacje zachodzące między nim a zyskiem netto, co wyraża się następująco<sup>80</sup>:

$$EAT = (EBIT - i \times D) \times (1 - t) = EBIT \times (1 - t) - i \times D \times (1 - t)$$

79 J. Duraj, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1997, s. 143; R. Bresser, R. Valle Thiele, A. Biedermann, H. Lüdeke, *Entlassung des Vorstandsvorsitzenden und Unternehmenserfolg: Eine empirische Untersuchung der größten deutschen Aktiengesellschaften*, „Zeitschrift für Betriebswirtschaft” 2005, Nr. 12, s. 1174.

80 A. Duliniac, *Finansowanie...*, s. 54.

gdzie:

- EAT (*earnings after taxes*) – zysk netto – oznaczany także jako NI (*net income*),  
 i – stopa oprocentowania długu (kapitału obcego),  
 D (*debt*) – kapitał obcy (dług),  
 t – stopa podatku dochodowego.

Wyniki działalności operacyjnej mogą być wyrażone także w postaci zysku operacyjnego po opodatkowaniu – NOPAT (*net operating profit after taxes*), wyrażającego rezultat podstawowej działalności operacyjnej, czyli po uwzględnieniu wszelkich obciążeń, w tym kosztów operacyjnych i podatków. Wśród innych mierników oceny działalności operacyjnej przedsiębiorstwa można wymienić<sup>81</sup>:

- EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*), czyli zysk przedsiębiorstwa przed potrąceniem odsetek od zaciągniętych kredytów, podatków, amortyzacji;
- GOPAT (*gross operating profit after taxes*) – zysk operacyjny brutto po opodatkowaniu (w porównaniu z NOPAT zawierający koszt amortyzacji);
- ER (*retained earnings*) – zysk zatrzymany, pozostający po podziale zysku netto.

Warto zwrócić uwagę, że zysk zatrzymany jest kategorią znacznie szerszą od zysku niepodzielonego z lat ubiegłych. Obejmuje bowiem zarówno zysk z bieżącego okresu, jak i tę część zysku, która została przeniesiona na kapitał rezerwowy bądź zapasowy<sup>82</sup>. Zysk zatrzymany w danym roku można także obliczyć jako wartość zysku netto osiągniętego za poprzedni rok obrotowy, skorygowanego o wartość dywidendy wypłaconej po jego zakończeniu. Wyrazić to można następująco<sup>83</sup>:

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

gdzie:

- ER – zysk zatrzymany,  
 DIV – dywidendy wypłacone w danym roku.

Podział wygoszparowanego w danym roku zysku netto może dotyczyć nie tylko sprawy dywidendy, ale również innych fakultatywnych i obowiązkowych odpisów. Należy go zatem traktować nieco szerzej jako tę część zysku netto, która została pozostawiona w przedsiębiorstwie<sup>84</sup>.

81 J. Duraj, A. Sajnog, *Rentowność kapitału własnego giełdowych spółek przemysłowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2011, s. 23–24.

82 E. Walińska (red. nauk.), *Rachunkowość i sprawozdawczość finansowa*, wyd. 10, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2019, s. 817.

83 R. Sangajto, D. Stronka, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Komunikacji i Zarządzania, Poznań 2001, s. 33.

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



## 1.4. Zysk a inne kategorie ekonomiczne i finansowe

Kategoria zysku może być łączona z kategorią dochodu (*income*), która podobnie jak zysk obecna jest w różnych dziedzinach, m.in. ekonomii, rachunkowości i prawie, zwłaszcza podatkowym. Ogólnie można przyjąć, że dochód ekonomiczny oznacza dodatnią różnicę między rzeczywiście uzyskanymi przychodami ekonomicznymi a wszelkimi wydatkami poniesionymi przez pojedyncze osoby bądź szerzej całe państwo. W indywidualnym ujęciu dochód jest kategorią ekonomiczną odzwierciedlającą finansowe uwarunkowanie bytu i poziomu zaspokojenia potrzeb oraz budowania majątku gospodarstw domowych<sup>85</sup>. W szerszym ujęciu natomiast występują kontekstowe definicje dochodów – jako dochodów budżetu państwa lub jednostek samorządowych – utożsamianych ze środkami publicznymi o charakterze podstawowym i bezzwrotnym. W tym rozumieniu dochód stanowi odpowiednik pieniężny podatków, danin i opłat przekazywanych na rzecz budżetu państwa<sup>86</sup>.

Dochód jako kategoria ekonomiczna w wiekach XVI i XVII używany był w kontekście określania wpływów pieniężnych otrzymywanych z wymiany towaru. Za punkt wyjścia współczesnej definicji dochodu można uznać podejście Fishera, według którego dochód stanowi sumę usług dostarczanych jednostce przez posiadany przez nią majątek, co można wiązać z koncepcją innych ekonomistów dotyczącą tzw. dochodu psychicznego (*psychic income*)<sup>87</sup>. W tym kontekście dochód oznacza użyteczność, satysfakcję i przyjemne doznania czerpane z dóbr i usług nabywanych przez człowieka. Konsumpcyjny pogląd odnośnie do dochodu przedstawił także w 1939 roku Hicks, definiując go jako „maksymalną kwotę, jaką można skonsumować w ciągu tygodnia i oczekiwać, że na koniec tygodnia wartość majątku będzie mniejsza niż na początku”<sup>88</sup>. David Bradford, na podstawie opracowań Fishera, wskazał ponadto, że dochód można definiować z dwóch możliwych punktów widzenia: źródeł (*sources concept of income*) lub przeznaczenia (*uses concept of income*)<sup>89</sup>, czyli inaczej mówiąc jako dochód osiągniany (w fazie tworzenia) i dochód wydatkowany (w fazie podziału)<sup>90</sup>. Dochód powstaje nie tylko jako skutek konsumpcji, ale także z oszczędności i inwestycji, czyli alternatywnych sposobów rozdysponowywania dochodu<sup>91</sup>.

85 J. Grotowska-Leder, *Zaradny czy bezradny. Strategie życiowe współczesnych Polaków w świetle wybranych wyników badań ogólnopolskich*, „Zeszyty Naukowe. Polskie Towarzystwo Ekonomiczne” 2011, nr 9, s. 186.

86 S. Skrzywan, *Teoretyczne podstawy rachunkowości*, PWE, Warszawa 1971, s. 121.

87 K. Holmes, *The Concept of Income. A Multidisciplinary Analysis*, International Bureau of Fiscal Documentation Publications, Amsterdam 2000, s. 35n.

88 J.R. Hicks, *Value and Capital: An Inquiry into Some Fundamental Principles of Economic Theory*, Clarendon Press, Oxford 1946, s. 173.

89 D. Bradford, *Blueprints for Basic Tax Reform*, Department of the Treasury, Washington 1977, s. 27n.

90 A. Krajewska, *Podatki w Unii Europejskiej*, PWE, Warszawa 2010, s. 168.

91 K. Holmes, *op. cit.*, s. 48.

Dochód podatkowy jest wyrażany jako nadwyżka przychodów nad kosztami ich uzyskania i w znacznym stopniu odbiega od pojęcia dochodu w sensie ekonomicznym, niemającego do celów podatkowych praktycznego zastosowania. Nie wszystkie przychody są bowiem przychodami opodatkowanymi, podobnie jak nie każdy koszt jest kosztem uzyskania przychodu. Dochód określany jako podstawa opodatkowania powinien być policzalny i wyrażony w jednostkach pieniężnych, co jest zbieżne z teorią czystego przyrostu majątkowego (*accretion theory*)<sup>92</sup>, której prekursorami byli Georg von Schanz, Robert Haig i Henry Simons. Według nich dochód jest kojarzony z przyrostem siły ekonomicznej (*economic power*), czyli majątku w danym okresie<sup>93</sup>.

Teorie finansów nie posługują się w ogóle kategorią dochodu, utożsamianego raczej z kategorią podatkową. W rachunkowości, na przykład według założeń koncepcyjnych Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej, kategoria dochodów obejmuje z kolei zarówno przychody, jak i zyski (*income encompasses both revenue and gains*). Przez przychody rozumie się tu wpływy korzyści ekonomicznych brutto z danego okresu powstałe w wyniku zwykłej działalności jednostki, skutkujące zwiększeniem kapitału własnego, innym niż zwiększenie kapitału wynikającego z wpłat udziałowców<sup>94</sup>, zaś mianem zysków określa się inne pozycje spełniające warunki definicji dochodów, i mogące – choć niekoniecznie – powstawać w ramach działalności operacyjnej<sup>95</sup>. Z tego powodu w tych założeniach koncepcyjnych zysku nie uznaje się za oddzielny element.

Poddając wnikliwej analizie definicję przychodów według MSSF, warto także zwrócić uwagę, że utożsamia ona wzrost korzyści ekonomicznych z wpływami. Istnieje zatem rozbieżność terminologiczna między przychodami, dochodami bądź zyskami, które są kategoriami w ujęciu memoriałowym, a wpływami, kojarzonymi ze środkami pieniężnymi (ujęcie kasowe). Mimo że według koncepcji kapitału funduszowego zysk postrzegany jest jako pieniądz (procent), w praktyce nie należy go utożsamiać wyłącznie ze środkami pieniężnymi.

W amerykańskim systemie rachunkowości GAAP (Generally Accepted Accounting Principles) wyraźnie odróżnia się kategorie przychodów (*revenues*) od zysków

92 W niemieckiej literaturze dokonuje się rozróżnienia na teorię dopływu czystego majątku (*Reinvermögenszugangstheorie*), nieuwzględniającą niezrealizowanych zysków i strat kapitałowych, oraz teorię przyrostu czystego majątku (*Reinvermögenzuwachstheorie*), w której stanowią one składnik dochodu.

93 G. von Schanz, *Der Einkommensbegriff und die Einkommensteuergesetze*, „Finanz-Archiv” 1896, Jg. 13, Hf. 1.

94 International Accounting Standards Board, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej 2011. MSSF*, t. 1–2, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2011, MSR 18, Przychody, pkt 7.

95 International Accounting Standards Board, *The Conceptual Framework for Financial Reporting*, IFRS Foundation, London 2018; eadem, *International Financial Reporting Standards (IFRSs)*, IASB, London 1989.

(*gains*)<sup>96</sup>, gdzie przychody odzwierciedlają zwiększenie aktywów lub zmniejszenie zobowiązań w następstwie dostarczenia lub produkowania dóbr, świadczenia usług lub innej podstawowej działalności operacyjnej jednostki, zaś zyski prezentują wzrost kapitału własnego spowodowany mającymi poboczne znaczenie lub incydentalnymi transakcjami jednostki i wynikający z innych transakcji lub zdarzeń, z wyjątkiem tych, które wynikają z przychodów lub wkładów wniesionych przez właścicieli.

W ustawie o rachunkowości w ogóle nie używa się kategorii dochodu. Pierwotnie w 1994 roku nie zdefiniowano nawet ogólnego pojęcia przychodów, określenie których, utożsamianych z zyskami, wprowadzono w 2001 roku. Tym samym w sferze regulacyjnej w różnych systemach rachunkowości (np. polskim, MSSF, GAAP) powstaje swoisty chaos informacyjny w kwestii określania kategorii zysku, dochodu bądź przychodu<sup>97</sup>. Mimo że porównywanie treści pojęć definiowanych w odmiennych systemach rachunkowości prowadzi do rozbieżności, z ekonomiczno-finansowego punktu widzenia zrównywanie kategorii przychodów i zysków budzi kontrowersje oraz wątpliwości. Dyskusyjne byłoby założenie, że każda operacja spełniająca definicję przychodów odzwierciedla zysk. Pomimo braku rozdzielienia przez polskiego ustawodawcę kategorii przychodów od zysków mianem tych drugich określa się te pozycje w sprawozdawczości finansowej, które spełniają wymogi definicyjne przychodów, a w praktyce stanowią nadwyżkę przychodów nad kosztami ich osiągnięcia<sup>98</sup>. Pojęcie przychodu z księgowego bądź podatkowego punktu widzenia nie oddaje w pełni jego istoty ekonomicznej, lecz opiera się wyłącznie na skutkach ujmowanych w sprawozdawczości finansowej. Odnosząc się bowiem do wspomnianej materialistycznej koncepcji kapitału, to jednak zysk, a nie przychód, jest generowaną wartością dodatkową, dochodem uzyskanym w określonym czasie.

Warto przy okazji wspomnieć, że definicja przychodu jest także definicją prawa podatkowego. W Polsce przychód określony jest w ustawie o podatku dochodowym od osób fizycznych, gdzie za przychód z działalności gospodarczej uważa się kwoty należne, choćby nie zostały faktycznie otrzymane, po wyłączeniu wartości towarów, udzielonych bonifikat zwróconych i skont<sup>99</sup>. Z kolei ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych nie definiuje wprost przychodów, lecz wymienia ich poszczególne kategorie, na przykład<sup>100</sup>:

96 Financial Accounting Standards Board (1980), *Elements of Financial Statements of Business Enterprises*. December 1980, The Board, Stamford 1980, par. 78, 82.

97 R. Ignatowski, *Pojęcie dochodów, przychodów i zysków według MSSF i analiza praktyki ich prezentacji w sprawozdaniach finansowych*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2014, t. 80, nr 136, s. 132–135.

98 E. Dreliszak, D. Kania, *Rachunek zysków i strat*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2009, s. 10.

99 Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych, Dz.U. Nr 80, poz. 350, art. 14.

100 Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, Dz.U. Nr 21, poz. 86, z późn. zm., art. 12.

- a) otrzymane pieniądze, wartości pieniężne, w tym również różnice kursowe;
- b) wartość otrzymanych nieodpłatnie lub częściowo odpłatnie rzeczy lub praw i świadczeń;
- c) wartość umorzonych lub przedawnionych zobowiązań;
- d) równowartość rozwiązanych lub zmniejszonych rezerw zaliczonych uprzednio do kosztów uzyskania przychodów;
- e) przychody osiągnięte w związku ze zwrotem lub otrzymaniem pożyczki (kredytu), jeżeli była ona indeksowana do waluty obcej;
- f) opłatę recyklingową itd.

Wiele wątpliwości i rozbieżności dotyczących rozumienia pojęć zysków, dochodów i przychodów w polskiej literaturze przedmiotu ma źródło w problemach z właściwym tłumaczeniem słów obcojęzycznych, szczególnie z języka angielskiego, ale nie tylko. Na przykład w niemieckim istnieją takie pojęcia jak: *Einkommen* (dochód, zarobek, płaca), *Ertrag* (dochód, zbiór, plon), *Einnahmen* (przychód, wpływ, dochód), *Erlös* (przychód, uzysk, zarobek), *Umsatz* (przychód, sprzedaż, obrót), *Profit* (zysk, korzyść) i *Gewinn* (zysk, wygrana). Angielskie słowo *revenue* tłumaczone jest z kolei z jednej strony jako dochód, z drugiej zaś przychód, a nawet wpływ, np. z tytułu podatków. Podobne problemy pojawiają się z tłumaczeniem słowa *income*, oznaczającym zarówno dochód, przychód, jak i niekiedy zysk, wpływ bądź zasilek. Oprócz tego istnieje termin *profit*, oznaczający co prawda zysk, korzyść, pożytek, ale czasem tłumaczony także jako dochód bądź wręcz dochodowość. *Zysk* pojawia się w angielskim także jako *gain* (zysk, wygrana, korzyść, przyrost, wzrost, dochód w ujęciu pieniężnym) i *earnings* (zyski, zarobki, wynagrodzenie, dochody).

Swego rodzaju zamieszanie związane z definiowaniem zysków, dochodów i przychodów pojawiło się wraz ze zmianą Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (MSR) – starszych niż MSSF regulacji Rady Międzynarodowych Standardów Rachunkowości, ale do dziś modyfikowanych i ulepszanych<sup>101</sup>, a dokładnie po publikacji MSR 1 Prezentacja sprawozdań finansowych, obowiązującej od 1 stycznia 2009 roku. Przyjęta aktualizacja wprowadziła bowiem w sprawozdaniach finansowych nowe nazewnictwo, w szczególności po stronie rachunku zysków i strat, zamiast którego przyjęto sprawozdanie o angielskiej nazwie *statement of comprehensive income*. Przez wielu teoretyków i praktyków tłumaczone na język polski jako *sprawozdanie z całkowitych dochodów*. Taki dosłowny przekład jest nieco mylący, szczególnie z ekonomicznego i finansowego punktu widzenia. Po pierwsze kategoria

101 Międzynarodowa Rada Rachunkowości (International Accounting Board, IAB), wcześniej Komitet Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (International Accounting Standards Committee, IASC) wydaje obecnie zarówno MSSF – Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (International Financial Reporting Standards, IFRS), które stanowią nowe standardy publikowane od 2001 roku, jak i MSR – Międzynarodowe Standardy Rachunkowości (International Accounting Standards, IAS), pierwotnie publikowane przed 2001 rokiem przez Komitet MSR. MSR obejmują zatem MSR i MSSF. Obie grupy standardów mają identyczne znaczenie merytoryczne i oprócz odmiennych nazw różnią się głównie układem.

dochodu, jak już wspomiano, nie istnieje w finansach, ponadto bliższa jest wymiarowi podatkowemu. Po drugie zaś z ekonomicznego punktu widzenia dochód jest kategorią nieujemną, o pozytywnej konotacji, co przeczy niejako istocie tej pozycji sprawozdawczej w rachunkowości, która może być przecież ujemna. Mając na uwadze regulacje MSR 1 dopuszczające możliwość stosowania tytułów sprawozdań innych niż te zawarte w standardzie, warto w polskich warunkach posłużyć się innym tłumaczeniem słowa *income* i określić *statement of comprehensive income* jako *sprawozdanie z wyniku całkowitego* bądź *sprawozdanie z zysku całkowitego*.

Z analizy zakresu kategorii zysku w zestawieniu z kategoriami dochodu bądź przychodu można wyciągnąć wniosek, że jego określenie było i jest wciąż nieostre. O ile o kategoriach zysku i dochodu można powiedzieć, że mają różną treść, ale ich zakresy ekonomiczne są zbliżone, o tyle zakres kategorii przychodu w znacznym stopniu odbiega od istoty zysku.

Mając na względzie badanie wpływu wyników finansowych na kształtowanie wartości przedsiębiorstwa, co jest przedmiotem rozdziału siódmego tej monografii, na szczególną uwagę zasługuje jeszcze jedna ważna kategoria ekonomiczna, a mianowicie wartość bądź bogactwo. Wartość w odróżnieniu od zysku, w szczególności w odniesieniu do podmiotów gospodarczych, nabrała szczególnego znaczenia pod koniec lat 80. XX wieku, kiedy w teorii finansów ugruntowała się koncepcja, w myśl której najważniejszym celem działalności przedsiębiorstwa nie jest maksymalizacja zysku, ale wartości rynkowej w długim okresie, co jest równoznaczne z maksymalizacją bogactwa właścicieli tego przedsiębiorstwa<sup>102</sup>. Uznając bowiem, że w sensie ekonomicznym wartość jest kategorią gospodarki rynkowej i występuje w procesach produkcji oraz wymiany towarów, przedsiębiorstwo należy traktować jako pewnego rodzaju towar, którego cena kształtuje się pod wpływem gry popytu i podaży. Przyjmując określone metody wyceny owego towaru, można określić jego wartość na rynku.

W różnych naukach pojawiło się wiele ujęć i definicji wartości, w zależności od tego, która z dyscyplin podejmuje tę problematykę. Władysław Tatarkiewicz wyraża wręcz pogląd, że zdefiniowanie wartości jest niezmiernie trudne i nie wiadomo, czy w ogóle możliwe<sup>103</sup>. Otwierając bowiem książkę poświęconą wartości, jak zauważa Karol Kotłowski, z góry nigdy do końca nie wiadomo, czy będzie to traktat teologiczny, ekonomiczny, moralny czy też rozprawa filozoficzna, psychologiczna bądź socjologiczna<sup>104</sup>.

Słowo *wartość* pochodzi z języka włoskiego, dokładnie od *valere* (liczyć się, być wartym, cenionym, mieć znaczenie). Można także tłumaczyć je z niemieckiego, gdzie *Wert* oznacza wartość, znaczenie, bądź angielskiego, w którym używa się terminu *value*, znaczącego tyle co wartość, przydatność, cenić, wycenić, oszacować, a nawet docenić. Z reguły zakłada się, że wartość oznacza „wszystko to, co uchodzi

102 A. Herman, A. Szablewski (red.), *Zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 1999, s. 24.

103 W. Tatarkiewicz, *Parerga*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1978, s. 61.

104 K. Kotłowski, *Filozofia wartości a zadania pedagogiki*, Zakład Narodowy im. Ossolińskich, Wrocław-Warszawa-Kraków 1968, s. 34.

za ważne i cenne dla jednostki i społeczeństwa oraz jest godne pożądaniami, co łączy się z przyjemnymi przeżyciami i stanowi jednocześnie cel dążeń ludzkich<sup>105</sup> bądź „wszystko to, co stanowi przedmiot potrzeb, postaw, dążeń i aspiracji człowieka<sup>106</sup>”.

Współcześnie termin *wartość* występuje w czterech znaczeniach<sup>107</sup>:

- 1) własności rzeczy lub rzeczy nią obdarzonych;
- 2) cechy dodatniej w potocznym rozumieniu, np. zdrowie, miłość, sprawiedliwość itp.;
- 3) filozoficznym w szerszym rozumieniu tego pojęcia;
- 4) ekonomicznym, np. cena, zysk.

**Tabela 1.4.** Postrzeganie wartości według różnych ujęć

Ujęcie	Postrzeganie wartości
1	2
ekonomiczne	<ul style="list-style-type: none"> <li>• wartość jest kategorią gospodarki rynkowej występującą w procesach produkcji i wymiany towarów</li> <li>• wartość odwołuje się do wartości wymiennej, użytkowej czy kosztowej</li> <li>• wartość związana jest z subiektywnymi uczuciami względem określonego dobra w procesie konsumpcji</li> </ul>
finansowe	<ul style="list-style-type: none"> <li>• wartość określa możliwą cenę pozyskania środków pieniężnych na rynku</li> <li>• wartość (rynkowa) oznacza najbardziej prawdopodobną cenę, przy której dany walor może stać się przedmiotem transakcji kupna-sprzedaży na dostatecznie konkurencyjnym i otwartym rynku, z zachowaniem wszelkich warunków rzetelnej transakcji oraz kupującego i sprzedającego działających racjonalnie, bez specyficznych motywacji i na podstawie dostatecznych informacji</li> </ul>
rachunkowe	<ul style="list-style-type: none"> <li>• wartość oznacza empiryczną cechę zachodzących w podmiotach gospodarczych obiektów bądź zjawisk, których wielkość wyrażona w pieniądzu określana jest za pomocą różnych sposobów pomiaru</li> </ul>
marketingowe	<ul style="list-style-type: none"> <li>• wartość jest kombinacją uzyskiwanych przez klientów korzyści, obejmujących jakość, cenę, punktualną dostawę i usługi w okresie przed oraz po sprzedaży</li> <li>• wartość przejawia się w postaci ceny możliwej do uzyskania za dany towar</li> </ul>
filozoficzne	<ul style="list-style-type: none"> <li>• wartość oznacza wszystko to, co cenne, pożądane i stanowiące cel ludzkich dążeń</li> <li>• wartość jest przedmiotem osądu lub oceny (np. wartość subiektywna, obiektywna ostateczna, obiektywna instrumentalna)</li> </ul>

105 M. Łobocki, *Pedagogika wobec wartości*, [w:] B. Śliwerski (red.), *Kontestacje pedagogiczne*, Oficyna Wydawnicza Impuls, Kraków 1993, s. 125.

106 J. Mariański, W. Zdaniewicz, *Wartości religijne i moralne młodych Polaków*, Pallottinum, Warszawa 1991, s. 175.

107 B.R. Kuc, *Aksjologia organizacji i zarządzania. Na krawędzi kryzysu wartości*, Ementon, Warszawa 2015, s. 17.

Tabela 1.4 (cd.)

1	2
psychologiczne	• wartość nie jest obiektywną cechą przedmiotu, lecz tworem ludzkiego umysłu i sprawą wybitnie indywidualną
socjologiczne	• wartość to dowolny obiekt materialny lub wyimaginowany, w relacji do którego podmioty przyjmują postawę szacunku, nadając mu ważną rolę w swoim życiu i odczuwając przymus w dążeniu do jego osiągnięcia

**Źródło:** opracowanie własne za: M. Dobija, *Rachunkowość zarządcza i controlling*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 16–17; A. Karmańska, *Wartość ekonomiczna w systemie informacyjnym rachunkowości finansowej*, Difin, Warszawa 2009, s. 104; A. Mazur, *Wartość godziwa – potencjał informacyjny*, Difin, Warszawa 2011, s. 104; M. Michalski, *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 9–13; D. Miłaszewicz, *Zaufanie jako wartość społeczna*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Katowice 2016, s. 82; A. Sagan, *Wartość dla klienta w układach rynkowych. Aspekty metodologiczne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Kraków 2011, s. 8, 22; J. Szczepański, *Elementarne pojęcia socjologii*, wyd. 2, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1970, s. 97.

Ponadto, jak podaje Annick Bourguignon, można mówić o trzech rodzinach znaczeniowych wartości – filozoficznej, ekonomicznej i pomiaru<sup>108</sup>. Biorąc pod uwagę różnorodne klasyfikacje i grupy wartości, warto zwrócić uwagę także na wartości materialne, czyli nadające znaczenie korzyściom majątkowym, dobrom konsumpcyjnym, statusowi ekonomicznemu, zdobywaniu pieniędzy czy wysokiej stopie życiowej. Te desygnaty mają związek z pojęciem bogactwa, zamożności, majątności, dobrobytu (ang. *wealth*, niem. *Wohlstand*).

Wartość jest niewątpliwie kategorią niejednoznaczną i inaczej pojmuje ją teoretyk ekonomii, finansów, odmiennie socjolog, filozof, psycholog, specjalista od spraw rachunkowości bądź marketingu, a jeszcze inaczej klient, konsument (zob. tab. 1.4).

Powracając do ogólnego rozumienia kategorii wartości, można powiedzieć, że jest ona swoistym produktem, czyli rezultatem oceny danego przedmiotu przez podmiot oceniający, albo inaczej, że wartość jest niejako wykładnikiem stosunku zachodzącego między podmiotem a przedmiotem oceny<sup>109</sup>. W tym nurcie wartość utożsamia się głównie z oceną, wyceną, szacunkiem, oszacowaniem, podkreślając subiektywność tej kategorii ze względu na możliwość odniesienia do różnych zasad i kryteriów pomiaru wartości. Mimo to zaznacza się, że w przeciwieństwie do zysku spełnia ona szereg ważnych funkcji, jakich on jest pozbawiony. Przyjmując za Janem Durajem, wartość pełni trzy zasadnicze funkcje<sup>110</sup>:

108 A. Bourguignon, *Management Accounting and Value Creation: The Profit and Loss of Reification*, „Critical Perspectives on Accounting” 2005, vol. 16, no. 4.

109 L.J. Krzyżanowski, *O podstawach kierowania organizacjami inaczej: paradygmaty, metafory, modele, filozofia, metodologia, dylematy, trendy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 204–206.

110 J. Duraj, *Niektóre implikacje zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, [w:] idem (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, t. 3, Novum, Płock–Łódź 2002, s. 59–61.

- motywacyjną – inicjowanie za pomocą różnorodnych czynników czyjegoś zachowania; wartość stanowi inspirację nie tylko dla rozumu, ale i uczuć;
- integrującą – inspirowanie, zespalanie i koncentrowanie działań ludzi, ich myślenia, postaw oraz zachowań wokół wartości (cech tych nie ma zysk);
- gwarancyjną – manifestowanie pełnionych ról i posiadanego znaczenia wobec otoczenia, realizowanie celów na własny rachunek oraz ryzyko, a także tworzenie mechanizmów obronny przed konkurencją.

Wartość można uznać za kategorię ekonomiczną odgrywającą większą rolę niż zysk, za zasadniczy warunek istnienia i rozwoju podmiotu. Jest czynnikiem bardziej niż zysk mobilizującym osoby do efektywniejszego działania, determinującym postawy przedsiębiorcze i wyzwalaającym siły motywujące do powiększania bogactwa, zamożności czy dobrobytu. Od wieków właściciele przedsiębiorstw dążą do pomnażania swojego majątku, bogacenia się, co wynika z natury działań gospodarczych, ekonomicznych. Nie wystarczy bowiem generować krótkoterminowych zysków, ale należy działać długoterminowo, czyli tak alokować, zużywać i zamieniać majątek, by nie tylko zachować jego wartość, ale przede wszystkim satysfakcjonująco go pomnożyć. Odnosząc to do wspomnianej wyżej definicji kapitału autorstwa przedstawiciela szkoły klasycznej Friedricha Kleinwachtera, określającego kapitał jako bogactwo wytwarzające wartość, czyli zdolność danego przedmiotu do zaspokojenia potrzeb ludzkich, należy uznać wartość za kategorię znacznie szerszą i bogatszą znaczeniowo niż zysk. Zysk można postrzegać zatem jako wartość dodatkową uzyskaną z kapitału, jednakże daleką od bogactwa czy zamożności, o których w większym stopniu świadczy wielkość posiadanego majątku i środków pieniężnych niż wysokość generowanych zysków. W tym kontekście dużą wagę w tworzeniu wartości należy przypisać także środkom pieniężnym (gotówce). Ewa Śnieżek przytacza słowa, które wypowiedział Kyōjirō Someya, że „środki pieniężne są dla jednostki tym, czym dla organizmu ludzkiego krew i jej obieg”<sup>111</sup>. Nie bez znaczenia pozostaje też maksyma wyrażona przez Selwyna MacFarlane’a – „cokolwiek robisz pamiętaj, że gotówka to kamień węgielny i bezpośrednia miara sukcesu finansowego”<sup>112</sup>.

Podsumowując, zarówno teoretyczne kategorie kapitału i zysku, różne ich odmiany, jak też wielość zbliżonych do nich znaczeniowo kategorii budzą kontrowersje, tak wśród teoretyków ekonomii, finansów, jak i rachunkowości czy szerzej zarządzania. Dylematy związane z definiowaniem kapitału i zysku skutkują bowiem wieloma problemami interpretacyjnymi, co może także być powodem różnej przydatności tych kategorii w praktyce gospodarczej. Niewątpliwie wielorakie koncepcje kapitału i zysku należy rozpatrywać z różnych perspektyw, gdyż sytuują się one na styku teorii ekonomii i finansów oraz rachunkowości. Z punktu widzenia decyzji inwestycyjnych pierwszoplanową rolę należy przypisać jednak definiowaniu kapitału

111 E. Śnieżek, *Sprawozdawczość przepływów pieniężnych – krytyczna ocena i propozycja modelu*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 116.

112 *Ibidem*, s. 94–95.



i zysku z punktu widzenia ekonomiczno-finansowego, a nie rachunkowości. Warto przy tym zaznaczyć, że kapitał jako zasób finansowy jest nierozzerwalnie związany ze zdolnością do przynoszenia zysku – procentu z kapitału. Kapitał finansowy, traktowany jako fundusz, zasób bogactwa, a ściśle zasób środków finansowych, wskutek podejmowania decyzji inwestycyjnych umożliwia osiągnięcie strumienia korzyści w określonym czasie, czyli zysku. Źródłem zysku jest zawsze kapitał, a jego beneficjentami są właściciele kapitału angażujący go w procesie inwestycyjnym.

Mimo braku wyraźnego jednoznacznego określenia terminów *kapitał* i *zysk* należy podkreślić, że w teorii ekonomii i finansów następuje w tym zakresie ewolucja. Można dostrzec przejście od materialistycznej koncepcji kapitału (kapitału produkcyjnego) w kierunku funduszowym, pieniężnym bądź wartościowym, szczególnie z mikroekonomicznego punktu widzenia. W rezultacie zysk traktowany jest z jednej strony jako miara efektywności ekonomicznej podmiotu inwestującego kapitał w różne przedsięwzięcia, z drugiej zaś wiązany jest z takimi kategoriami jak dochód, wartość czy bogactwo. W ten nurt rozważań wpisuje się kategoria zysku całkowitego przedsiębiorstwa, stanowiąca główny przedmiot opracowania. Zgodnie z szeroko opisaną w rozdziale drugim koncepcją zysku całkowitego, kapitał stanowi zasób bogactwa w danym okresie, zaś zysk wyraża zmianę wartości tego kapitału (bogactwa), czyli różnicę między kwotą kapitału do podziału na koniec okresu a kwotą zainwestowaną na jego początek. W tym rozumieniu zysk nie jest wyłącznie miarą efektywności ekonomicznej podmiotu, ale miarą bogactwa, wartości właścicieli kapitału inwestujących go w celu osiągnięcia określonych korzyści finansowych. W takim ujęciu istota zysku całkowitego jest w większym stopniu zbliżona do istoty wartości niż efektywności.

## Rozdział 2

# Wynik całkowity na tle ewolucji koncepcji zysku przedsiębiorstwa

Charakter kapitału w ostatnich wiekach, jak pokazano w poprzednim rozdziale, istotnie się zmieniał, z kapitału gruntowego w XVIII wieku, przez kapitał produkcyjny, nieruchomości do kapitału finansowego w XXI wieku. Biorąc dodatkowo pod uwagę przeobrażenia w otoczeniu finansowym, technologicznym, prawnym bądź instytucjonalnym, można mówić o zmianie natury kapitału i płynącego z niego zysku. W rezultacie postępującego komplikowania się procesów inwestycyjnych i transakcji gospodarczych powstały dyskusje wokół wiarygodnego podejścia do definiowania oraz pomiaru wyniku finansowego przedsiębiorstwa.

Wynik finansowy w zasadniczym znaczeniu można określić jako księgową miarę zysku jednostki gospodarczej stanowiącą jednocześnie jeden z podstawowych parametrów efektywności ekonomicznej. Jest ponadto stymulantą zachowań uczestników rynku kapitałowego, a także determinantą wyceny rynkowej. Powstaje jednak pytanie, jak poprawnie zdefiniować i zmierzyć wynik finansowy przedsiębiorstwa? Teoretycznie powinien on wykazywać związki z rzeczywistością ekonomiczną, a przede wszystkim być użyteczny w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez beneficjentów sprawozdań finansowych.

Celem tej części opracowania jest przedstawienie koncepcji zysku całkowitego jako względnie nowego podejścia do definiowania i pomiaru wyników finansowych przedsiębiorstwa, na tle głównych nurtów współczesnej teorii ekonomii, finansów i rachunkowości. Odniesiono się w szczególności do dwóch konkurencyjnych koncepcji pomiaru wyniku finansowego – bieżącego wyniku operacyjnego (zysku netto) i zysku całkowitego. Według pierwszego podejścia zysk traktowany jest jako rezultat decyzji menedżerów ukierunkowanych na maksymalizację zysku operacyjnego w danym okresie. Zysk operacyjny (zysk netto) równy jest dodatniemu wynikowi finansowemu obliczonemu z rachunku zysków i strat przedsiębiorstwa. Natomiast zysk całkowity jest dodatnią różnicą między kapitałem własnym na koniec okresu sprawozdawczego a kapitałem własnym na początek tego okresu,

ustaloną z wyłączeniem transakcji z właścicielami podmiotu gospodarczego. Jest to zatem koncepcja zbieżna z tą uznającą zysk za miarę przyrostu dobrobytu (bogactwa) właścicieli.

Rozdział ten koncentruje się nie tylko na samej istocie wyniku całkowitego, ale także charakterystyce wymogów MSSF w zakresie formy i struktury sprawozdania z wyniku całkowitego, które z racji daleko idącej swobody oraz elastyczności mogą być uznane za kontrowersyjne. Różnice w zakresie stosowanej terminologii, prezentacji sprawozdania, ujmowania kosztów czy sposobu raportowania podatku dochodowego mogą przyczyniać się do osłabienia jakości i użyteczności tego sprawozdania w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych, co stanowi główny problem badawczy podjęty w opracowaniu.

## 2.1. Koncepcje zysku przedsiębiorstwa

We współczesnej literaturze ekonomicznej prezentowany jest szereg różnorodnych ekonomicznych teorii zysku. Przyjmując za Dobiją, można wymienić w szczególności teorie<sup>1</sup>:

- a) traktujące zysk jako swego rodzaju nagrodę za ryzyko<sup>2</sup>,
- b) badające relacje zachodzące między niedoskonałością rynku a możliwością osiągnięcia zysku,
- c) rozpatrujące zysk w kontekście działalności monopolii,
- d) wiążące zysk ze sprawą innowacyjności gospodarki.

Rozwój nauki o zysku przedsiębiorcy według koncepcji Mejera Lichtensztejna doprowadził do wyodrębnienia trzech grup teorii zysku<sup>3</sup>: neutralnych, świadomie dynamicznych i dynamicznych w dalszym ich rozwoju (zob. rys. 2.1).

Eldon Hendriksen i Michael van Breda proponują natomiast trzy koncepcje zysku na poziomie<sup>4</sup>:

- 1) strukturalnym – gdzie zysk utożsamiany jest z zyskiem księgowym, wykazywanym zgodnie z przyjętymi i spójnymi zasadami rachunkowości (tzw. podejście syntaktyczne);

1 M. Dobija (red.), *Teoria rachunkowości w zarysie*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 2015, s. 120.

2 Knight określił ryzyko jako „mierzalną niepewność”, tzn. sytuację, w której można określić prawdopodobieństwo wystąpienia przyszłych zdarzeń (w tym rozumieniu zysku). Por. F.H. Knight, *Risk, Uncertainty and Profit*, Schaffner & Marx, Boston 1921, rozdz. VII.

3 M. Turzyński, *Koncepcje zysku w retrospektywnym ujęciu Mejera Lichtensztejna*, „Acta Universitatis Lodzianensis. Folia Oeconomica” 2011, nr 249, s. 271.

4 E.A. Hendriksen, M.F. van Breda, *Teoria rachunkowości*, tłum. G. Idzikowska, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 321.

- 2) interpretacyjnym – podkreślającym związek zysku z rzeczywistością ekonomiczną (tzw. podejście semantyczne);
- 3) behawioralnym – czyli z perspektywy przydatności zysku dla użytkowników sprawozdań finansowych (tzw. podejście pragmatyczne).

Bliższa charakterystyka tych trzech ujęć zysku (syntaktycznego, semantycznego i pragmatycznego) zawarta jest w tabeli 2.1.

Koncepcje zysku	teorie neutralne	<ul style="list-style-type: none"> <li>• uwarunkowany narodowościowo (kulturalnie)</li> <li>• mający charakter statyczny</li> <li>• umiejscowiony w dobie rozwoju gospodarczego</li> <li>• odniesiony do sumarycznego postrzegania funkcji przedsiębiorstwa</li> </ul>
	teorie świadomie dynamiczne	<ul style="list-style-type: none"> <li>• uwzględniający poszczególne funkcje przedsiębiorstwa</li> <li>• uznający rolę i znaczenie przedsiębiorcy w gospodarce</li> <li>• traktujący przedsiębiorcę jako przywódcę</li> </ul>
	teorie świadomie dynamiczne w dalszym ich rozwoju	<ul style="list-style-type: none"> <li>• będący nadwyżką pozytywnej wartości</li> <li>• pochodzący z koniunktury gospodarczej</li> <li>• określane jako założycielski</li> <li>• uwzględniający tempo rozwoju gospodarczego</li> <li>• biorący pod uwagę czynnik czasu</li> <li>• rozpatrujący szczegółowe podejście do rodzajów zysku</li> <li>• zakładający prognozowanie</li> </ul>

**Rysunek 2.1.** Struktura koncepcji zysku według Mejera Lichtensztejna

**Źródło:** opracowanie własne za: M. Turzyński, *Koncepcje zysku w retrospektywnym ujęciu Mejera Lichtensztejna*, „Acta Universitatis Lodzianis. Folia Oeconomica” 2011, nr 249, s. 276.

**Tabela 2.1.** Charakterystyka współczesnych koncepcji zysku

Ogólne ujęcie zysku	Podejście do zysku	Charakterystyka podejścia
1	2	3
syntaktyczne	transakcyjne	<ul style="list-style-type: none"> <li>• polega na rejestrowaniu zmian w pozycjach bilansowych jedynie wówczas, gdy są one rezultatem transakcji</li> <li>• pojęcie transakcji obejmuje zarówno transakcje wewnętrzne – przeprowadzane z otoczeniem jednostki, jak i zewnętrzne – wynikające z wykorzystania lub konwersji aktywów</li> </ul>
	oparte na działalności przedsiębiorstwa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• koncentruje się na działalności przedsiębiorstwa, przyjmując, że zysk jest generowany nie tylko w wyniku określonej transakcji, ale również wtedy, gdy są podejmowane działania lub występują realne zdarzenia</li> </ul>

Tabela 2.1 (cd.)

1	2	3
semantyczne	oparte na pomiarze efektywności	<ul style="list-style-type: none"> <li>• skupia się na efektywności odnoszącej się do rzeczywistości ekonomicznej</li> <li>• jedną z interpretacji efektywności jest możliwość maksymalizacji produkcji przy danych nakładach lub minimalizacji nakładów przy danej produkcji, albo optymalna kombinacja zasobów przy określonej wielkości popytu na produkt, tak by zapewnić maksymalną stopę zwrotu</li> </ul>
	oparte na relacji między zyskiem księgowym a zyskiem ekonomicznym	<ul style="list-style-type: none"> <li>• poszukiwanie najlepszego sposobu nadania zyskowi interpretacji ekonomicznej przez użytkowników informacji finansowych dało początek teorii estymacji</li> <li>• kładzie nacisk na prezentację zysku pozwalającego inwestorom przewidzieć wewnętrzną stopę zwrotu dla przedsiębiorstwa i przyszłe przepływy pieniężne</li> </ul>
pragmatyczne	oparte na wykorzystaniu zysku jako narzędzia prognozowania	<ul style="list-style-type: none"> <li>• inwestorzy, wierzyciele i inni interesariusze nastawiają się na szacowanie przewidywanych przepływów pieniężnych jednostki, jednak do skalkulowania zdolności zarobkowej, prognozowania zysków, szacowania ryzyka inwestycyjnego w wielu wypadkach wykorzystują wartości zysków z lat ubiegłych</li> </ul>
	oparte na rynku kapitałowym	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ogłaszany i przewidywany zysk ma przypuszczalnie bezpośredni wpływ na cenę rynkową akcji</li> <li>• ceny papierów wartościowych zmieniają się analogicznie do zysków księgowych, jednak korelacja między nimi jest niedoskonała (co wynika m.in. z faktu, że ceny obejmują znacznie większy zakres informacji niż zyski księgowe)</li> </ul>

**Źródło:** opracowanie własne za: M. Turzyński, *Koncepcje zysku w retrospektywnym ujęciu Mejera Lichtensztejna*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica” 2011, nr 24, s. 277–279.

W ramach ujęcia syntaktycznego wyróżnia się dwa podejścia dotyczące pomiaru zysku księgowego<sup>5</sup>. Pierwsze z nich (transakcyjne) oznacza rejestrowanie w sprawozdawczości finansowej będących wynikiem szeroko rozumianych transakcji zmian w aktywach i zobowiązaniach. Uznawanie przychodów i kosztów następuje na podstawie transakcji zewnętrznych określanych jako transfer aktywów z lub do jednostki<sup>6</sup>. Zasadniczo w podejściu transakcyjnym zmiana wartości rynkowych pozycji bilansowych, jak również zmiana intencji zarządu w odniesieniu do skład-

5 A. Szycha, *Pomiar i prezentowanie wyniku całościowego spółki kapitałowej w sprawozdaniu finansowym*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2010, t. 59, nr 115, s. 121.

6 E.A. Hendriksen, M.F. van Breda, *op. cit.*, s. 325.

nika aktywów nie stanowi podstawy do ujęcia przychodów lub kosztów<sup>7</sup>. Drugie podejście, oparte na działalności przedsiębiorstwa, zakłada, że zysk jednostki może być tworzony nie tylko na podstawie transakcji, ale również szeroko pojętych działań i zdarzeń<sup>8</sup>. Cechą charakterystyczną tego ujęcia jest wykazywanie zysku w podziale na różnego rodzaju działalności lub operacje.

W ujęciu semantycznym można mówić o koncepcji zysku opartej na pomiarze efektywności czy też powiązaniu zysku księgowego z zyskiem ekonomicznym. Zaprezentowane podejście nakazuje traktować zysk przedsiębiorstwa jako miarę jego efektywności ekonomicznej, wywodzącej się z zasady racjonalnego gospodarowania i definiowanej jako różnica między rezultatami a nakładami poniesionymi na ich uzyskanie. Zysk jest więc swego rodzaju miarą sprawności jednostki gospodarczej, obrazując zwrotność poniesionych nakładów w danym okresie.

W podejściu pragmatycznym podkreśla się z kolei wykorzystanie zysku do prognozowania wyników przedsiębiorstw, w szczególności przez podmioty rynku kapitałowego. Zysk może być pojmowany także jako specyficzna forma dochodu, a dochód jako suma pieniędzy uzyskana przez inwestora na rynku kapitałowym. Jak zaznaczono bowiem w rozdziale pierwszym, zysk może być kojarzony z pojęciem renty rozumianej jako dochód, zysk bądź procent od kapitału. Specyfika zysku wynika z tego, że nie można z góry przewidzieć jego wysokości, jak chociażby w wypadku renty, czyli stałego okresowego świadczenia pieniężnego na rzecz danej osoby.

Zdaniem autora tego opracowania za najważniejsze z punktu widzenia pomiaru i prezentacji wyniku finansowego jednostek należy uznać dwie koncepcje zysku<sup>9</sup>:

- 1) jako miary dokonań przedsiębiorstwa i jego zarządu w danym okresie, składającej do maksymalizacji zysku w określonych warunkach struktury rynku, popytu na produkt i kosztów;
- 2) jako przyrostu dobrobytu (bogactwa, wartości) właścicieli, wyrażającego wartość, jaką w danym okresie przedsiębiorstwo wygenerowało lub utraciło.

W wypadku pierwszej koncepcji eksponuje się, jak podaje Gierusz, funkcję powierniczą wyniku finansowego<sup>10</sup>, służącego głównie ocenie skuteczności działania kadry menedżerskiej. W tym rozumieniu zysk odzwierciedla rezultaty decyzji podejmowanych przez kierownictwo w zakresie realnych transakcji gospodarczych realizowanych przez jednostkę. Są to transakcje przede wszystkim o charakterze

7 A. Szychta, *Pomiar...*, s. 121.

8 M. Turzyński, *op. cit.*, s. 278.

9 A. Szychta, *Wynik całościowy w sprawozdaniach finansowych spółek publicznych*, [w:] I. Sołbańska, M. Turzyński (red.), *Rachunkowość, audyt i kontrola w zarządzaniu*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2011, s. 82; M. Marcinkowska, *Istota wyniku całościowego i jego ujmowanie w sprawozdawczości finansowej*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2003, t. 17, nr 73, s. 91.

10 J. Gierusz, *Reklasyfikacja kosztów i przychodów ze sprawozdania z całkowitych dochodów do rachunku zysków i strat – przyczyny, zakres i konsekwencje*, „Zarządzanie i Finanse. Journal of Management and Finance” 2014, vol. 12, no. 2, s. 190.

wewnętrznym – w relacjach z pracownikami (np. zużycie czynników produkcji w procesie świadczenia usług), ale też zewnętrznym – w relacjach z dostawcami, odbiorcami itd. (np. zakup materiałów, sprzedaż towarów). Zgodnie z tą koncepcją zysk winien odzwierciedlać zwykłą, normalną i powtarzalną działalność jednostki gospodarczej i abstrahować od transakcji nadzwyczajnych, sporadycznych, niebędących rezultatem decyzji podejmowanych przez menedżerów, lecz wynikiem zdarzeń o charakterze makroekonomicznym, rynkowym, zewnętrznym, na które jednostka nie ma wpływu bądź ma ograniczony.

Zysk jako miara dokonań uwydatnia podejście krótkookresowe, transakcyjne, skupione głównie na operacjach realnych z przeszłości. Koncepcja ta jest więc nakierowana na efektywność podmiotu gospodarczego zorientowanego na maksymalizację zysku w krótkim okresie w danych warunkach rynkowych. Z ekonomicznego punktu widzenia tak pojmowany zysk wyraża optymalne wykorzystanie ograniczonych zasobów. Inaczej mówiąc, jest on rezultatem odpowiedniej kombinacji zużycia określonych nakładów – czynników produkcji (ziemi, pracy i kapitału). Mając zaś na względzie teorie finansów, należy wiązać go z miarą efektywności ekonomicznej, służącej przede wszystkim do prognozowania przyszłych wyników finansowych bądź przepływów pieniężnych, jak również wyceny wartości przedsiębiorstwa i wartości dla akcjonariuszy. Główną jego cechą ma być zatem użyteczność.

Druga koncepcja zysku koncentruje się wokół przekonania, że kapitał stanowi zasób bogactwa (*wealth*) w danym okresie, zaś zysk wyraża zmianę wartości tegoż kapitału, czyli różnicę między kwotą kapitału do podziału na koniec okresu a kwotą zainwestowaną na jego początek<sup>11</sup>. Zysk traktowany jest jako przyrost kapitału właściciela będący rezultatem wszelkich zdarzeń zachodzących w jednostce, pochodzący ze wszystkich źródeł tworzących wartość przedsiębiorstwa<sup>12</sup>. Obejmuje zatem nie tylko skutki zmian wartości kapitału w wyniku realnych transakcji gospodarczych o charakterze wewnętrznym i zewnętrznym, jak to ma miejsce w wypadku koncepcji miary dokonań, lecz także rezultaty oddziaływania czynników rynkowych, makroekonomicznych mogących mieć kluczowe znaczenie dla wyników ekonomicznych jednostki. Chodzi głównie o zmiany cen rynkowych danych zasobów, np. aktywów finansowych, nieruchomości inwestycyjnych czy zmiany kursów walut itp., na które jednostka nie ma raczej wpływu. Zysk odzwierciedla nie tylko zdarzenia przeszłe, w rodzaju zrealizowanej sprzedaży produktów i usług, lecz także niezrealizowane, przyszłe, niekiedy wręcz hipotetyczne, w stosunku do których wartości ustala się szacunkowo bądź podejmuje się działania zapobiegawcze, chociażby w postaci instrumentów zabezpieczających (hedgingowych).

11 A. Szychta, *Pomiar...*, s. 123.

12 Por. O. Ramond, J.F. Casta, S. Lin, *Value Relevance of Comprehensive Income and Its Components: Evidence from Major European Capital Markets*, 2007, <https://basepub.dauphine.fr/handle/123456789/2814> (dostęp: 26.08.2020); K. Bareja, *Wpływ zasad wyceny aktywów na wynik finansowy, Rachunkowość sztuka pomiaru i komunikowania*, Katedra Rachunkowości SGH, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2011, s. 39.

Koncepcja zysku jako dobrobytu właścicieli jest w większym stopniu zbieżna z ekonomicznym bądź finansowym niż czysto rachunkowym podejściem, ze względu na podkreślenie roli posiadanego przez właściciela kapitału i bogactwa (wartości), które z niego wypływa. Nawiązując do prezentowanych w rozdziale pierwszym ekonomicznych ujęć kapitału, zgodnie z którymi:

- a) kapitał jest bogactwem w danym momencie, zaś zysk strumieniem kapitału w danym okresie<sup>13</sup>;
- b) zysk stanowi różnicę między bogactwem na początek i na koniec okresu<sup>14</sup>;
- c) bogactwo to inaczej posiadane dobra materialne i inne składniki majątku reprezentujące wartość<sup>15</sup>,

można określić zysk jako wzrost bogactwa (wartości, dobrobytu, zamożności) właścicieli przedsiębiorstwa na koniec okresu w porównaniu z jego początkiem, uwzględniając czynniki wewnętrzne i zewnętrzne tworzące to bogactwo<sup>16</sup>.

Z powyższymi ujęciami zysku wiążą się dwie, ścierające się i dyskutowane od ubiegłego stulecia<sup>17</sup> (uznawane przez niektórych autorów za przeciwstawne<sup>18</sup>), dotyczące prezentacji oraz pomiaru wyniku finansowego, koncepcje:

- 1) bieżącego zysku operacyjnego (*current operating performance*), nazywana także koncepcją zysku netto (*net income*);
- 2) zysku całkowitego (*comprehensive income* lub *all-inclusive income*).

Zysk ustalany na poziomie operacyjnym, zgodnym z koncepcją zysku jako miary dokonań, nawiązuje do ujęcia syntaktycznego w wymiarze transakcyjnym, polegającym na rejestrowaniu zmian w pozycjach bilansowych jedynie wówczas, gdy są one rezultatem transakcji. Abstrahuje zatem od zdarzeń nieprzewidywalnych, nadzwyczajnych, reprezentuje natomiast normalne, powtarzalne, zwykłe operacje dokonywane w przedsiębiorstwie. Zysk operacyjny obejmuje transakcje, nad którymi menedżerowie sprawują bieżącą kontrolę, mają na nie zauważalny wpływ i są odpowiedzialni za decyzje z nimi związane. Tak ustalony wynik finansowy, zgodnie z ujęciem semantycznym, odzwierciedla zatem nie tylko efektywność danej jednostki, ale służy do oceniania i rozliczania pracy jej kierownictwa. Mając na uwadze ujęcie pragmatyczne, wolno jedynie przypuszczać, że wynik operacyjny może mieć bezpośredni wpływ na cenę rynkową akcji bądź służyć inwestorom do prognozowania zysków lub przepływów pieniężnych.

13 I. Fisher, *The Nature of Capital and Income*, Macmillan & Co., London 1906, s. 52.

14 J.R. Hicks, *Value and Capital: An Inquiry into Some Fundamental Principles of Economic Theory*, Clarendon Press, Oxford 1946, s. 172.

15 M. Blaug, *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*, tłum. I. Budzyńska, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1994, s. 584.

16 P.R. Deleney et al., *GAAP 2002, Interpretation and Application of Generally Accepted Accounting Principles*, Wiley & Sons, New York 2002, s. 67.

17 D. Dhaliwal, K.R. Subramanyam, R. Trezevant, *Is Comprehensive Income Superior to Net Income as a Measure of Firm Performance*, „Journal of Accounting and Economics” 1999, vol. 26, no. 1–3, s. 44.

18 J. Godfrey et al., *Accounting Theory*, John Wiley & Sons Australia Ltd., Milton 2006, s. 250.



Zysk całkowity, uwzględniając ujęcie syntaktyczne, oparty jest przede wszystkim na działalności przedsiębiorstwa, gdyż koncentruje się nie tylko na rezultatach określonych transakcji, ale również na realizowanych działaniach lub występujących realnych zdarzeniach. Obejmuje zatem znacznie szerszy zakres informacji niż rejestrowane zmiany w pozycjach bilansowych, obrazując nie tylko wynik działań zarządu, ale również szeroko pojętych zdarzeń o charakterze gospodarczym, powiązanych z wieloma czynnikami ryzyka rynkowego<sup>19</sup>. Znaczna część niezrealizowanych zysków i strat ujawnia bowiem niezwykle ważne aspekty po stronie ryzyka powodzenia działalności gospodarczej danego podmiotu, np. ryzyko inwestycji w walutach obcych, stóp procentowych, obowiązkowych zobowiązań i świadczeń emerytalnych, wykorzystywania instrumentów pochodnych dla zabezpieczania przepływów pieniężnych itp.

Z semantycznego lub pragmatycznego punktu widzenia trudno bez rzetelnych wyników analiz empirycznych przypisać kategorię zysku całkowitego do któregoś z podejść, co stanowi ważny przyczynek naukowy do prowadzenia badań w tym zakresie.

Mimo że dyskusja wokół obu tych ujęć zysku trwa od wielu lat<sup>20</sup>, kluczową sprawą związaną z wyborem jednej z nich jest zdaniem Lucyny Poniatowskiej przyjęcie określonej koncepcji zachowania kapitału w rachunkowości – finansowej bądź rzeczowej. Istnieje bowiem ścisła współzależność między koncepcją kapitału a koncepcjami pomiaru wyniku finansowego<sup>21</sup>. Według finansowej koncepcji zachowania kapitału zysk osiąga się wówczas, gdy wartość finansowa kapitału własnego na koniec okresu przewyższa jego wartość na jego początek, po wyłączeniu wszelkich wypłat na rzecz właścicieli. To podejście do pomiaru wyniku finansowego jest zbieżne z koncepcją zysku całkowitego i można go nazwać bilansowym. W rzeczowej koncepcji zachowania kapitału mierzy się go z kolei zdolnościami produkcyjnymi jednostki, porównując przychody ze sprzedaży z kosztami ich osiągnięcia. Zysk pojawia się wówczas, gdy zdolności produkcyjne jednostki na koniec okresu przewyższają zdolności produkcyjne na jego początek, po wyłączeniu wszelkich wypłat na rzecz właścicieli. Takie ujęcie prezentacji i pomiaru zysku koreluje z koncepcją bieżącego wyniku operacyjnego i można go nazwać podejściem wynikowym.

Dyskusje wokół obu tych koncepcji zysku potęguje także konsekwencja stosowania określonego podejścia do wyników finansowych w rachunkowości, związanego z modelem (rachunkiem) czystej bądź „brudnej” (tzw. zaciemnionej) nadwyżki (*dirty surplus*), a także stosowania do wyceny aktywów kosztu historycznego lub wartości godziwej. Rachunek czystej nadwyżki (*clean surplus*) zakłada, że wszelkie zmiany w kapitale własnym niebędące rezultatem transakcji podmiotu z jej właścicielami

19 L.D. Hodder, P.E. Hopkins, J.M. Wahlen, *Risk-relevance of Fair Value Income Measures for Commercial Banks*, „The Accounting Review” 2006, vol. 81, no. 2.

20 Szerzej o ewolucji metod pomiaru wyniku finansowego zob. J. Gierusz, *Koszty i przychody w świetle nadrzędnych zasad rachunkowości*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2010, rozdz. III.

21 L. Poniatowska, *Wpływ wyceny bilansowej na definiowanie i pomiar wyniku finansowego*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” 2013, nr 130, s. 122–123.

należy prezentować w rachunku wyników jednostki jako wyniki (zyski) całkowite<sup>22</sup>. Model zaciemnionej nadwyżki dopuszcza, by niektóre zmiany wartości kapitału, inne niż rezultaty transakcji z właścicielami, omijały rachunek wyników i były prezentowane bezpośrednio w bilansie. Podobnie przyjęcie do wyceny majątku kosztu historycznego (cen rzeczywistych, transakcyjnych, nabycia) bądź wartości godziwej (cen szacowanych na warunkach rynkowych) determinuje operacyjną lub całkowitą koncepcję zysku. Dzieje się tak wówczas, gdy pozycje bilansowe wyceniane są w koszcie historycznym, a ewentualne przeszacowania zasobów odnoszone na kapitał własny poza rachunek wyników.

Mając na uwadze ewolucję koncepcji definiowania i pomiaru wyniku finansowego, warto wskazać za Gieruszem i Gawrońską, że ujęcie bieżącego zysku operacyjnego może być nazwane koncepcją tradycyjną, zaś zysku całkowitego – współczesną<sup>23</sup>, co w dużej mierze ma charakter czysto umowny (zob. tab. 2.2).

**Tabela 2.2.** Charakterystyka tradycyjnego i współczesnego podejścia do definiowania oraz pomiaru wyniku finansowego

Wyszczególnienie	Pomiar	
	Tradycyjny	Współczesny
zakres wyniku finansowego	wynik na poziomie operacyjnym	wynik całościowy
aspekt semantyczny wyniku finansowego	wynik jako miara efektywności	koncepcja dobrobytu (bogactwa)
aspekt strukturalny wyniku finansowego	podejście transakcyjne	podejście oparte na działalności przedsiębiorstwa
podstawa wyceny aktywów i zobowiązań	koszt historyczny	wartość godziwa
dominujące zasady rachunkowości	zasady realizacji, ostrożności	zasada współmierności
dominujące cechy informacji	wiarygodność	przydatność
wpływ polityki rachunkowości na wynik finansowy	niewielki	znaczny

**Źródło:** J. Gierusz, J. Gawrońska, *Ewolucja pojęcia wyniku finansowego a pomiar jego jakości*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2012, t. 66, nr 122, s. 30.

22 J.A. Ohlson, *Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation*, „Contemporary Accounting Research” 1995, vol. 11, no. 2; J. O’Hanlon, P. Pope, *The Value-relevance of UK Dirty Surplus Accounting Flows*, „British Accounting Review” 2006, vol. 31, no. 4; J. Feltham, J.A. Ohlson, *Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities*, „Contemporary Accounting Research” 1995, vol. 11, no. 2.

23 J. Gierusz, J. Gawrońska, *Ewolucja pojęcia wyniku finansowego a pomiar jego jakości*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2012, t. 66, nr 122, s. 30.

W wypadku tradycyjnego podejścia, przyjmując za kluczowe zasady realizacji i ostrożności, dominuje przekonanie, że wynik finansowy winien wiarygodnie przedstawiać rzeczywistość gospodarczą. Przez eliminację z bieżącego wyniku wszelkich pozycji nieoperacyjnych, przejściowych może on z jednej strony ułatwić użytkownikom sprawozdań finansowych ocenę trwałych wyników finansowych jednostki i stanowić podstawę ich przewidywania w przyszłości. Z drugiej jednak strony unikanie prezentacji w wyniku wszelkich zmian po stronie kapitału z wyłączeniem tych na rzecz właścicieli, może skłaniać inwestorów do uznania, że tak ustalony wynik finansowy nie pokazuje wszystkich źródeł tworzenia wartości przedsiębiorstwa i jest mało przydatny w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Przydatność informacji jest z kolei domeną współczesnego podejścia akcentującego zdolność informacji do oddziaływania na decyzje podejmowane przez beneficjentów sprawozdań finansowych, głównie inwestorów. Tę rzetelną i przydatną informację uzyskuje się m.in. dzięki zgodności zasad prezentacji i pomiaru wyników finansowych ze standardami międzynarodowymi, co także do pewnego stopnia zapewnia porównywalność informacji. Ponadto współczesne podejście mocno podkreśla stosowanie wartości godziwej (*fair value*) jako podstawy wyceny składników bilansowych przedsiębiorstwa, w przeciwieństwie do wyceny aktywów przedsiębiorstwa według kosztu historycznego, której odpowiada tradycyjna koncepcja zysku jako miary efektywności przedsiębiorstwa<sup>24</sup>.

Zmiany w polityce rachunkowości nie mają większego wpływu na ustalany wynik operacyjny, co znajduje wyraz chociażby w bliskim związku prawa bilansowego z prawem podatkowym. W wypadku współczesnego podejścia opartego na wyniku całkowitym można mówić o rozbieżnościach między regulacjami bilansowymi i podatkowymi, a odroczony podatek dochodowy może zyskiwać na znaczeniu.

## 2.2. Istota wyniku całkowitego

Dyskurs wokół istoty wyniku całkowitego prowadzony był przez licznych autorów od wielu dekad. W latach 40. XX wieku William Paton i Ananias Littleton stwierdzili, że wszelkie determinanty wyniku w najszerszym tego słowa znaczeniu – w tym nietypowe i nieregularne czynniki – należy ujmować w rachunku wyników zanim wyniki finansowe netto zostaną zaewidencjonowane w bilansie po stronie kapitału własnego<sup>25</sup>. Podejście do kompleksowego zestawienia dochodów (*all-inclusive inco-*

24 E. Walińska, *Wynik całościowy w sprawozdaniu finansowym. Jak go rozumieć?*, „Przegląd Organizacji” 2012, nr 12.

25 W.A. Paton, A.C. Littleton, *An Introduction to Corporate Accounting Standards*, American Accounting Association, Chicago 1940.

me statement) poparła po części w 1969 roku amerykańska Rada Standardów Rachunkowości Finansowej (Financial Accounting Standards Board, FASB), jednakże wielu księgowych prowadziło wówczas kampanię na rzecz rachunku zysków i strat, obejmującego wyłącznie wyniki operacyjne<sup>26</sup>. Także zdaniem Aleksandry Łakomiak kategoria zysku całkowitego pojawiała się w XX wieku i obejmowała w kolejnych latach odpowiednio<sup>27</sup>:

- a) 60. – zyski operacyjne (sprzedaż nazywaną dochodem) i poboczne (pozaoperacyjne i nadzwyczajne), łącznie zwane zyskiem całkowitym;
- b) 70. – zyski operacyjne (sprzedaż nazywaną dochodem i pozaoperacyjne), a także różne, zwane częstkowymi;
- c) 80. – zyski operacyjne (sprzedaż nazywaną dochodem): całkowite, częstkowe i jednostkowe oraz nadzwyczajne, łącznie ostateczny bilansowy wynik działalności;
- d) 90. – wyniki działalności gospodarczej (operacyjnej i finansowej) oraz zdarzeń nadzwyczajnych.

*Comprehensive income* (czasem *all-inclusive income*), czyli wynik (dochód, zysk) całkowity (całościowy, globalny) został jednak po raz pierwszy formalnie zdefiniowany w 1980 roku w dokumencie amerykańskiej Rady Standardów Rachunkowości Finansowej nazwanym Statement of Financial Accounting Concepts No. 3: Elements of Financial Statements of Business Enterprises (SFAC No. 3, po kodyfikacji z 2009 roku CON-3, zastąpionym przez CON-6), czyli Elementy sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstw<sup>28</sup>. Zgodnie z tymi regulacjami wynik całkowity określono jako zmianę w kapitale własnym przedsiębiorstwa, jaka miała miejsce w danym okresie wskutek transakcji i innych zdarzeń bądź okoliczności pochodzących z relacji z podmiotami lub osobami innymi niż właściciele przedsiębiorstwa<sup>29</sup>.

W regulacjach rachunkowości kategoria wyniku całkowitego pojawiła się stosunkowo niedawno<sup>30</sup>:

- a) w Wielkiej Brytanii w 1992 roku opublikowano standard FRS 3 (Financial Reporting Standard No. 3) nazwany Reporting Financial Performance (Sprawozdawczość wyników finansowych), który obowiązuje od 1993 roku;
- b) w Nowej Zelandii ogłoszono standard FRS 2 – Presentation of Financial Reports (Prezentacja raportów finansowych) obowiązujący od 1995 roku;

26 L.L. Rees, P.B. Shane, *Academic Research and Standard-Setting: The Case of Other Comprehensive Income*, „Accounting Horizons” 2012, vol. 26, no. 4, s. 791.

27 A. Łakomiak, *Definiowanie pojęć w rachunkowości a cechy jakościowe sprawozdania finansowego*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2013, nr 314, s. 100.

28 Financial Accounting Standards Board, *Elements of Financial Statements of Business Enterprises*. December 1980, The Board, Stamford 1980.

29 A.C. Yen, D.E. Hirst, P.E. Hopkins, *A Content Analysis of the Comprehensive Income Exposure Draft Comment Letters*, „Research in Accounting Regulation” 2007, vol. 19, s. 57.

30 A. Szychta, *Wynik...*, s. 88.

- c) w Stanach Zjednoczonych standard SFAS nr 130 – Reporting Comprehensive Income (Raportowanie wyniku całkowitego) ogłoszono w czerwcu 1997 roku, a obowiązuje on od 15 grudnia 1997 roku;
- d) w Unii Europejskiej standard MSR 1 – Prezentacja sprawozdań finansowych (MSR 1) został znowelizowany w 2007 roku i przyjęty do prawodawstwa Wspólnoty w 2008 roku. Zobowiązał on jednostki przygotowujące sprawozdania zgodnie z MSR do prezentacji od 2009 roku zestawienia Statement of profit or loss and other comprehensive income for the period (Sprawozdanie z zysków lub strat i innych wyników całkowitych za okres)<sup>31</sup>.

W Polsce za ważny moment inicjujący wprowadzenie kategorii wyniku całkowitego do praktyki finansów należy uznać 1 stycznia 2009 roku.

W polskiej literaturze przedmiotu nie uzgodniono jednak jednolitego tłumaczenia terminu *comprehensive income*. Na przykład Halina Buk, Bogusława Bek-Gaik, Gierusz czy Maciej Frendzel<sup>32</sup> posługują się pojęciem *dochodu całkowitego*, uwzględniając dosłowne tłumaczenie słowa *income* jako dochodu. Inni autorzy, m.in. Monika Marcinkowska, Anna Szychta, Ewa Walińska czy Jacek Gad, używają określenia *wynik całościowy*, Barbara i Konrad Grabiński z kolei – *zysk całkowity*<sup>33</sup>. Za odmienne zaś można uznać użyte przez Izabelę Emerling sformułowanie *wynik ogólny, wszechstronny*<sup>34</sup>.

Zdaniem autora tej publikacji termin *dochód całkowity* jest najmniej fortunny, gdyż kategoria dochodu bliższa jest wymiarowi podatkowemu niż finansowemu. Stosowanie przyjętego w tej pracy określenia *wynik całkowity* bądź *zysk całkowity* nie stoi w sprzeczności z MSR 1, bowiem standard ten stanowi, że jednostka może stosować inne tytuły sprawozdań niż w nim prezentowane, jeśli ich znaczenie jest zrozumiałe<sup>35</sup>.

31 Rozporządzenie Komisji (WE) nr 1274/2008 z dnia 17 grudnia 2008 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1126/2008 przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do Międzynarodowego Standardu Rachunkowości (MSR) 1, Dz.U. UE L 339 z 18.12.2008.

32 H. Buk, *Zróźnicowana informacja o dochodach spółki w zależności od stosowanych standardów sprawozdawczości finansowej*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica” 2013, nr 278; J. Gierusz, *Postulowana forma ujawnień w sprawozdaniu z całkowitych dochodów*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2013, nr 314; B. Bek-Gaik, *Sprawozdanie z całkowitych dochodów jako nowy element sprawozdania finansowego – wybrane aspekty teoretyczne i praktyczne*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2013, nr 59; M. Frendzel, *Zyski i straty kapitałowe i ich prezentacja przez spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Londynie*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica” 2012, nr 263.

33 B. Grabińska, K. Grabiński, *Propozycja interpretacji podstawowych pozycji sprawozdania z zysku całkowitego sporządzonego zgodnie z MSR 1*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie” 2012, nr 13.

34 I. Emerling, *Rachunek zysków i strat w świetle rozwiązań międzynarodowych*, „Studia Ekonomiczne Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2014, nr 190.

35 International Accounting Standards Board, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej 2011. MSSF*, t. 1–2, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2011, MSR 1, par. 7.



**Rysunek 2.2.** Koncepcja wyniku całkowitego przedsiębiorstwa

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

Odnosząc się do istoty wyniku całkowitego, należy traktować go nie jako tradycyjne porównanie wszelkiego rodzaju przychodów i kosztów zestawianych w tradycyjnym rachunku zysków i strat, ale wszystkich zmian po stronie kapitału własnego z wyłączeniem transakcji z właścicielami<sup>36</sup>. Wynik całkowity jest więc połączeniem wyniku z rachunku zysków i strat oraz wyniku w kapitale własnym (zob. rys. 2.2).

Mimo że międzynarodowe regulacje rachunkowości nie posługują się wprost terminem *przychodów/zysków i kosztów/strat kapitałowych*, można powiedzieć, że koncepcja wyniku całkowitego stanowi połączenie rachunku zysków i strat „wynikowego” (prezentującego zyski i straty wynikowe) z „kapitałowym” (ujmującym zyski i straty kapitałowe).

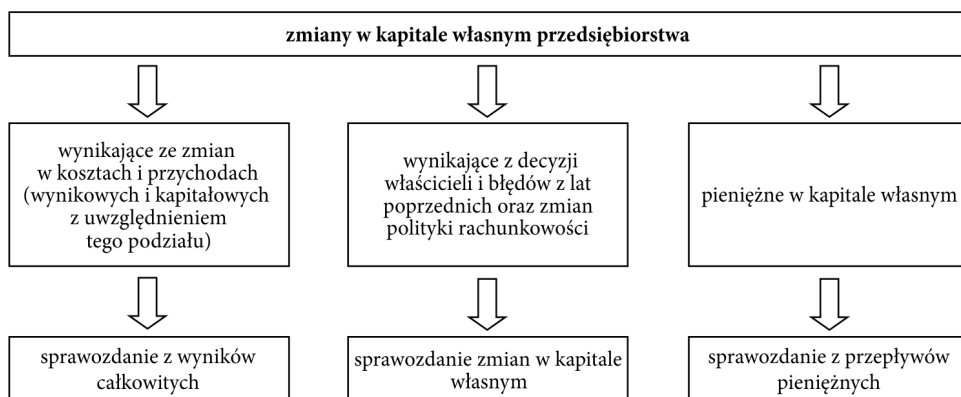
W rezultacie wszelkie zmiany kapitału własnego, z pominięciem transakcji jednostki z jej właścicielami, należy ująć w rachunku wyników jednostki za dany okres obrachunkowy, rozdzielając jednocześnie kapitał własny na część „właścicielską” i część „wynikową” z uwzględnieniem zmian<sup>37</sup>:

- a) po stronie wszelkich przychodów i kosztów (wynikowych oraz kapitałowych z uwzględnieniem tego podziału), co jest prezentowane w sprawozdaniu z wyniku całkowitego;

<sup>36</sup> R. Cimini, *Reporting Comprehensive Income Issues: Empirical Evidence from France, Germany and Italy*, „Economia Aziendale Online” 2013, vol. 4, no. 1.

<sup>37</sup> J. Gierusz, *Sprawozdanie finansowe według projektu IASB i FASB a wyzwania współczesnej rachunkowości*, [w:] H. Buk, A.M. Kostur (red.), *Zintegrowany system pomiarów dokonań w rachunkowości*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2009.

- b) wynikających z decyzji właścicieli, spowodowanych błędami z lat poprzednich i dotyczących polityki rachunkowości, obrazowanych w zestawieniu zmian w kapitale własnym<sup>38</sup>;
- c) pieniężnych w kapitale własnym, uwzględnianych w sprawozdaniu z przepływów pieniężnych (zob. rys. 2.3).



**Rysunek 2.3.** Prezentacje zmian w kapitale własnym wynikające z implementacji koncepcji wyniku całkowitego

**Źródło:** opracowanie własne za: J. Gierusz, *Sprawozdanie finansowe według projektu IASB i FASB a wyzwania współczesnej rachunkowości*, [w:] H. Buk, A.M. Kostur (red.), *Zintegrowany system pomiarów dokonanych w rachunkowości*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2009.

W monografii przyjęto, że za wynik całkowity należy uznać każdy wzrost wartości kapitału własnego powstały na skutek wszelkich transakcji danego podmiotu gospodarczego, poza dotyczącymi inwestycji dokonanych przez właścicieli i dystrybucji aktywów na ich rzecz<sup>39</sup>. W szczególności chodzi o zmiany po stronie kapitału własnego wynikające z emisji akcji, nadwyżki ceny emisyjnej akcji nad ceną nominalną lub będące konsekwencją podziału wyniku finansowego z poprzednich okresów, ale niestanowiące przesunięcia między pozycjami kapitału własnego. Można to wyrazić następująco:

$$CI = \Delta E - \Delta E_s$$

gdzie:

CI – wynik całkowity;

$\Delta E$  – wszelkie zmiany po stronie kapitału własnego (*equity*), czyli wartość na koniec okresu w porównaniu z wartością na jego początek;

38 Warto podkreślić, że wskutek nowelizacji MSR od 2009 roku ograniczono zakres sprawozdania ze zmian w kapitale własnym wyłącznie do ujmowania wyników transakcji z właścicielami, zaś pozostałe operacje zostały przeniesione do sprawozdania z wyników całkowitych.

39 C. Gerbaulet, *Reporting Comprehensive Income. Die Bestrebungen des FASB, des ASB sowie des IASC*, Deutscher Universitätsverlag, Wiesbaden 1999, s. 53–54; J. Turyna, *Standardy rachunkowości: MSR-US GAAP – polskie ustawodawstwo*, Difin, Warszawa 2003, s. 158.

$\Delta Es$  – zmiany po stronie kapitału własnego dotyczące rozliczeń właścicielskich lub będące konsekwencją podziału wyniku finansowego z poprzednich okresów, niestanowiącego przesunięcia między pozycjami kapitału własnego.

Podsumowując rozważania o istocie wyniku całkowitego, należy podkreślić, że informuje on o zmianie kapitału własnego (zwiększenie – zysk, zmniejszenie – strata) za dany okres, która nie jest związana z wnoszeniem lub wycofywaniem wkładów przez właścicieli<sup>40</sup>. W tym nurcie zysk całkowity można określić jako zysk *sensu largo*<sup>41</sup>, w przeciwieństwie do zysku *sensu stricto*, z którego należy wyeliminować zmiany kapitału własnego wynikające z transakcji ujmowanych jako pozostały wynik całkowity. Można go utożsamiać z „tradycyjnym” zyskiem netto. Wynik całkowity (*sensu largo*) można jednak uznać za bardziej przejrzysty dla użytkowników sprawozdawczości finansowej niż wynik finansowy netto (*sensu stricto*), gdyż m.in.:

- a) uwzględnia on wszystkie pozycje przychodów i kosztów będące rezultatem zarówno transakcji dokonywanych przez jednostkę, jak i zmiany wartości kapitału własnego;
- b) ujmuje pozycje przychodów i kosztów z uwzględnieniem zasady memoriałowej, niezależnie od ujęcia kasowego;
- c) bierze pod uwagę pozycje wynikowe niezależnie od tego, czy są skutkiem transakcji powtarzalnych, czy też nadzwyczajnych.

### 2.3. Komponenty wyniku całkowitego

Na strukturę wyniku całkowitego składa się wynik finansowy netto i skutki wszelkich innych transakcji tworzących wynik jednostki za dany okres sprawozdawczy, odnoszonych na poszczególne składniki kapitału własnego (np. kapitał z aktualizacji wyceny, zysk zatrzymany itp.), ale niebędących źródłem transakcji podmiotu z właścicielami występującymi w charakterze udziałowców (akcjonariuszy)<sup>42</sup>. Na przykład zysk powstający ze wzrostu wartości aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży wycenionych według wartości godziwej, zwiększający tym samym kapitał z aktualizacji wyceny, nie jest zaliczany do wyniku finansowego netto, lecz prezentowany w sprawozdaniu z wyników całkowitych. Wynik całkowity uwzględnia zatem, poza wynikiem finansowym netto, pozostały (inny) wynik całkowity<sup>43</sup> (zob. rys. 2.4).

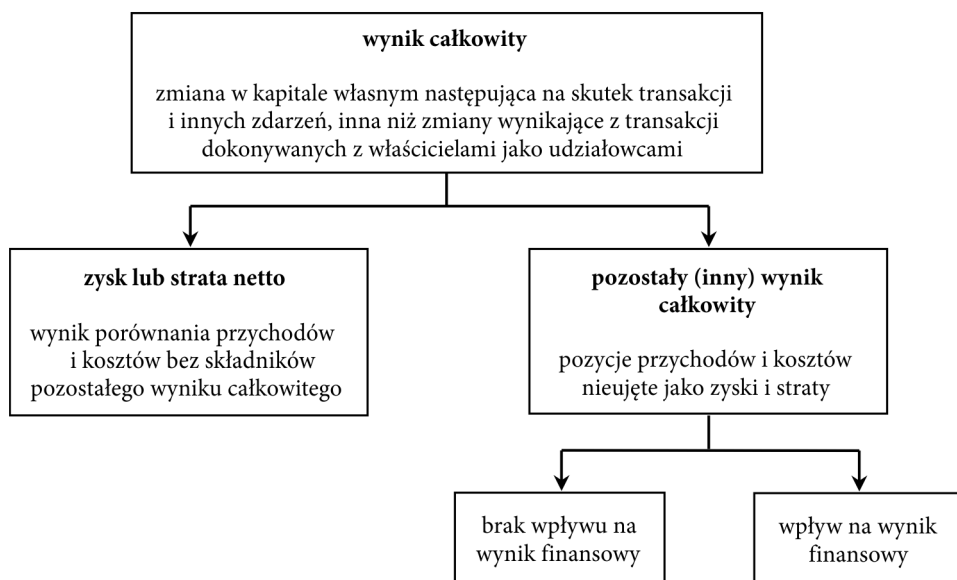
40 P. van Cauwenberge, I. de Beelde, *On the IASB Comprehensive Income Project: An Analysis of the Case for Dual Income Display*, „Abacus”, vol. 43, no. 1.

41 R. Ignatowski, *Pojęcie dochodów, przychodów i zysków według MSSF i analiza praktyki ich prezentacji w sprawozdaniach finansowych*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2014, t. 80, nr 136.

42 H. Buk, *op. cit.*, s. 9.

43 M. Marcinkowska, *Ocena działalności instytucji finansowych*, Difin, Warszawa 2007, s. 264.





**Rysunek 2.4.** Struktura wyniku całkowitego przedsiębiorstw

**Źródło:** A. Sajnog, *Porównywalność i istotność pozostałego wyniku całkowitego w sprawozdaniach finansowych banków*, „Przegląd Organizacji” 2017, nr 7, s. 52.

Inny (pozostały) wynik całkowity (*other comprehensive income*, OCI) należy zdefiniować jako te pozycje wynikowe po stronie zmian kapitału własnego, które nie zostały ujęte w wyniku finansowym netto, tradycyjnie wykazywanym w rachunku zysków i strat, co można wyrazić jako:

$$CI = NI \pm OCI$$

gdzie:

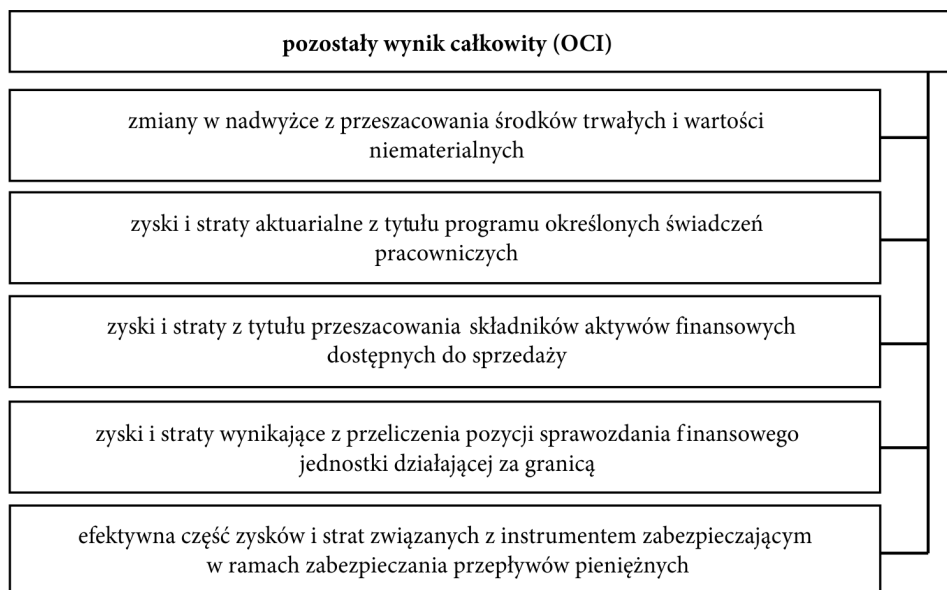
CI – wynik całkowity,

NI – wynik finansowy netto,

OCI – pozostały wynik całkowity.

Zgodnie z MSR 1 wśród elementów odróżniających wynik finansowy netto od wyniku całkowitego, czyli komponentów pozostałego wyniku całkowitego, wymienić można pięć kategorii<sup>44</sup> (zob. rys. 2.5).

<sup>44</sup> International Accounting Standards Board, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, *op. cit.*, MSR 1, par. 81.



**Rysunek 2.5.** Komponenty pozostałego wyniku całkowitego

**Źródło:** opracowanie własne za: International Accounting Standards Board, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej 2011. MSSF*, t. 1-2, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2011, MSR 1, par. 81.

Pierwszą pozycją wskazaną w MSR 1 jako pozostały wynik całkowity stanowią zyski i straty z przeszacowania rzeczowych aktywów trwałych oraz wartości niematerialnych. Tego typu przeszacowania powstają wówczas, gdy wartość godziwa określonego składnika majątku istotnie różni się od wartości, którą wykazano by w sprawozdaniu finansowym lub dokonano by przeszacowania innego składnika majątku w danej klasie.

Kolejnym elementem pozostałego wyniku całkowitego są zyski i straty aktuarialne z tytułu programu określonych świadczeń pracowniczych dotyczących rozliczeń z pracownikami, co do których na mocy określonych porozumień jednostka jest zobligowana do wypłaty określonych kwot po ustaniu stosunku zatrudnienia i osiągnięciu najczęściej ustalonego wieku emerytalnego. Tworzone w tym celu rezerwy na pokrycie przyszłych zobowiązań powstają przez przyjęcie konkretnych założeń aktuarialnych, np. wskaźnika rotacji pracowników, wzrostu płac, długości życia itp.

Aktywa finansowe dostępne do sprzedaży, z których również powstają zyski i straty kapitałowe uznane za pozostały wynik całkowity, oznaczają aktywa niezaliczone przez wynik finansowy do aktywów finansowych w wartości godziwej, pożyczek i należności oraz inwestycji utrzymywanych do terminu wymagalności.

Inną pozycją pozostałego wyniku całkowitego są zyski i straty wynikające z konieczności przeliczenia sprawozdań finansowych dla potrzeb konsolidacji

w podmiotach działających za granicą w sytuacji, gdy sprawozdanie finansowe jednostki podlegającej konsolidacji zostało sporządzone w walucie innej niż sprawozdanie finansowe podmiotu sporządzającego sprawozdanie skonsolidowane. Pozycje bilansowe przeliczane są po kursie z dnia sporządzania bilansu (tzw. kurs zamknięcia), którym w warunkach polskich jest zazwyczaj średni kurs Narodowego Banku Polskiego, zaś pozycje wynikowe po historycznym kursie z dnia ich powstania, czyli inaczej mówiąc po średnim kursie z okresu za jaki sporządzane jest sprawozdanie finansowe.

Inne wyniki całkowite obejmują również zyski i straty powstałe w rezultacie korzystania z tzw. rachunkowości zabezpieczeń, czyli sytuacji stosowania przez jednostkę zabezpieczeń przyszłych planowanych lub prawdopodobnych przepływów pieniężnych oraz transakcji, przeszacowania instrumentów pochodnych lub różnic kursowych powstałych w aktywach finansowych lub zobowiązaniach finansowych traktowanych jako instrumenty zabezpieczające.

Niektórzy autorzy, chcąc wyeksponować poszczególne regulacje rachunkowości, wnikliwiej selekcionują niektóre pozycje pozostałego wyniku całkowitego, chociażby rozdzielając rezultaty przeszacowania środków trwałych i wartości niematerialnych, jak również wyszczególniając nie tylko instrumenty zabezpieczające przepływy pieniężne, ale w niektórych sytuacjach także inwestycje netto w jednostce zagranicznej (zob. tab. 2.3).

**Tabela 2.3.** Przegląd pozycji pozostałego wyniku całkowitego według MSR

Pozycje	Podstawa prawna (standard rachunkowości)
korekty przeliczeń transakcji w walutach obcych	MSR 21.39(c)
niezrealizowane zyski (straty) z przeszacowania aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży	MSR 39.55(b)
efektywna część zysków i strat z instrumentów zabezpieczających w zabezpieczaniu przepływów pieniężnych	MSR 39.95(a)
efektywna część zysków lub strat z instrumentów zabezpieczających inwestycje netto w jednostce zagranicznej	MSR 39.102
aktualizacja wartości rzeczowych aktywów trwałych	MSR 16.39
aktualizacja wartości niematerialnych	MSR 38.85
zyski (straty) aktuarialne z tytułu określonych świadczeń emerytalnych	MSR 19.93B

**Źródło:** P. Pronobis, H. Zülch, *The Predictive Power of Comprehensive Income and its Individual Components under IFRS*, „Problems and Perspectives in Management” 2011, vol. 9, no. 4, s. 74.

Z kolei autorzy wnikliwie analizujący i komentujący zapisy MSR jako zyski bądź straty kapitałowe, ujmują jeszcze więcej elementów. Na przykład Frenzel wskazuje na 11 elementarnych kategorii, które można by zaliczyć do składników pozostałego wyniku całkowitego, wymieniając zyski i straty:

- 1) związane ze stosowaniem tzw. *shadow accounting*<sup>45</sup>;
- 2) związane z powstawaniem różnic kursowych na pozycjach niepieniężnych wycenianych w wartości godziwej, gdzie przeszacowania odnoszone są na kapitał z aktualizacji wyceny;
- 3) powstałe w związku z ujęciem różnic kursowych na pozycjach pieniężnych zaklasyfikowanych jako aktywa finansowe dostępne do sprzedaży;
- 4) z tytułu naliczonych różnic kursowych związanych z pozycjami pieniężnymi traktowanymi jako część inwestycji netto (inwestycji w aktywa netto);
- 5) powstałe w związku z przeliczeniem całego sprawozdania finansowego jednostki sprawozdawczej;
- 6) na instrumentach zabezpieczających w zabezpieczeniu inwestycji netto w części uznanej za efektywne zabezpieczenie;
- 7) związane z zastosowaniem metody praw własności;
- 8) związane z przeliczeniem hiperinflacyjnym;
- 9) wynikające z minimalnych wymogów finansowania dotyczących programów określonych świadczeń;
- 10) związane z przeliczeniem zobowiązań z tytułu wycofania z eksploatacji lub rekultywacji, gdy stosowany jest model przeszacowania dla rzeczowych aktywów trwałych;
- 11) zyski z tytułu reklasyfikacji nieruchomości z rzeczowych aktywów trwałych do nieruchomości inwestycyjnych, gdy jednostka stosuje różne modele wyceny.

Każda z wyżej podanych dodatkowych kategorii jest jednak odmiennie ujmowania w sprawozdawczości finansowej. Można zatem przyjąć założenie, że głównymi komponentami pozostałego wyniku całkowitego jest pięć wcześniej wymienionych i omówionych kategorii (por. rys. 2.5).

Zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Rachunkowości spółki zobowiązane są do wykazywania tzw. korekt z przeklasyfikowania komponentów pozostałego wyniku całkowitego na wynik finansowy (zob. tab. 2.4).

---

<sup>45</sup> W wypadku niektórych modeli rachunkowości zrealizowane zyski lub straty na aktywach ubezpieczyciela mają bezpośredni wpływ na wycenę niektórych zobowiązań ubezpieczeniowych. Według MSSF zezwala się, lecz nie wymaga, żeby ubezpieczyciel zmienił zasady rachunkowości w taki sposób, by wykazane, ale niezrealizowane zyski lub straty z aktywów wpływały na wycenę w taki sam sposób jak zrealizowane zyski lub straty. Stosowna korekta powinna być ujęta w kapitale własnym tylko i wyłącznie wtedy, gdy niezrealizowane zyski i straty zostaną ujęte bezpośrednio w kapitale własnym. Praktyka taka nazywana jest czasem *shadow accounting*.

**Tabela 2.4.** Możliwość przeklasyfikowania komponentów pozostałego wyniku całkowitego na wynik finansowy

Składniki pozostałego wyniku całkowitego	Podstawa prawna (standard rachunkowości)	Możliwość przeklasyfikowania na wynik finansowy
zmiany w nadwyżce z przeszacowania środków trwałych i wartości niematerialnych	MSR 16 Rzeczowe aktywa trwałe MSR 38 Wartości niematerialne	NIE
zyski i straty aktuarialne z tytułu programu określonych świadczeń	MSR 19 Świadczenia pracownicze	
zyski i straty wynikające z przeliczenia pozycji sprawozdania finansowego jednostki działającej za granicą	MSR 21 Skutki zmian kursów wymiany walut obcych	TAK
zyski i straty z tytułu przeszacowania składników aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży	MSR 39 Instrumenty finansowe: ujmowanie i wycena	
efektywna część zysków i strat związanych z instrumentami zabezpieczającymi w ramach zabezpieczenia przepływów pieniężnych		

**Źródło:** A. Sajnog, *Porównywalność i istotność pozostałego wyniku całkowitego w sprawozdaniach finansowych banków*, „Przegląd Organizacji” 2017, nr 7, s. 53.

Korekty klasyfikacyjne oznaczają wyniki przeniesienia (przekwalifikowania) pozycji pozostałego wyniku całkowitego do wyniku finansowego netto bieżącego okresu, ujęte w innym wyniku całkowitym w bieżącym okresie lub okresach poprzednich<sup>46</sup>. Mogą być one na przykład rezultatem zabezpieczenia przepływów pieniężnych z transakcji bądź zbycia jednostki działającej za granicą, a także przeszacowania składników aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży. Ostatnie z wymienionych mogą być przeklasyfikowane do zysków wówczas, gdy dane składniki majątkowe zostaną zużyte lub wyłączone.

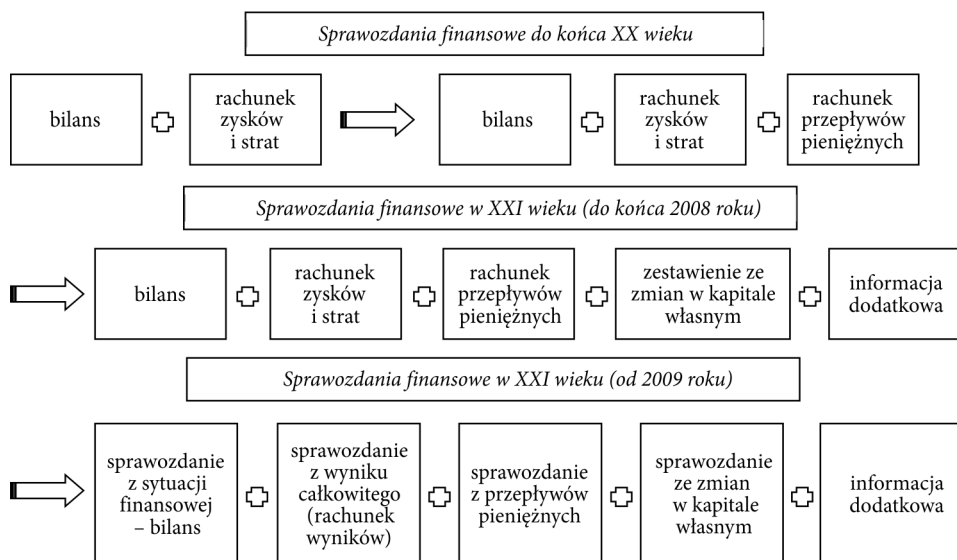
<sup>46</sup> International Accounting Standards Board, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, *op. cit.*, MSR 1, par. 7 i 92.

## 2.4. Formy prezentacji wyniku całkowitego w sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstw

Sprawozdania finansowe, stanowiąc swego rodzaju sposób prezentowania komunikowania informacji o działalności przedsiębiorstwa dla wewnętrznych i zewnętrznych użytkowników, na przestrzeni lat charakteryzują się różnym zakresem i układem (zob. rys. 2.6).

Od 1 stycznia 2009 roku na pełne sprawozdanie finansowe składają się według MSSF następujące komponenty:

- sprawozdanie z sytuacji finansowej na koniec roku (*statement of financial position*) – dotychczasowy bilans;
- sprawozdanie z wyników całkowitych za dany rok (*statement of comprehensive income*) – dotychczasowy rachunek zysków i strat oraz inny wynik całkowity;
- sprawozdanie ze zmian w kapitale własnym za dany rok (*statement of changes in equity*);
- sprawozdanie z przepływów pieniężnych za dany rok (*statement of cash flow*);
- informacje dodatkowe o przyjętych zasadach (polityce) rachunkowości i inne informacje objaśniające.



**Rysunek 2.6.** Ewolucja w sposobie sporządzania sprawozdań finansowych przedsiębiorstwa

**Źródło:** opracowanie własne za: E. Walińska, A. Jurewicz, *Ewolucja sprawozdania finansowego w wymiarze międzynarodowym*, [w:] E. Walińska i in., *Sprawozdanie finansowe według MSSF. Zasady prezentacji i ujawniania informacji*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011, s. 26.

Na szczególną uwagę zasługuje sprawozdanie z wyniku całkowitego, które zastąpiło tradycyjny rachunek wyników. Implementacja tego sprawozdania zobligowała jednostki do wyodrębnienia kategorii wyniku całkowitego.

Podobnie jak w odniesieniu do sprawozdania z sytuacji finansowej (bilansu), MSR 1 nie określa zalecanego wzoru pełnego układu sprawozdania z wyniku całkowitego<sup>47</sup>. Wskazuje jedynie przynajmniej kilka pozycji za dany okres sprawozdawczy, które należy zamieścić, w tym:

- 1) przychody;
- 2) koszty finansowe;
- 3) udział w zyskach i stratach jednostek stowarzyszonych oraz wspólnych przedsięwzięć wycenianych i rozliczanych zgodnie z metodą praw własności;
- 4) obciążenia z tytułu podatków;
- 5) sumę kwot z tytułu zysku lub straty po opodatkowaniu: a) na działalności zaniechanej, b) ujętej w momencie przeszacowania do wartości godziwej, pomniejszonej o koszty zbycia lub w momencie zbycia aktywów bądź grupy do zbycia stanowiących działalność zaniechaną;
- 6) zysk lub stratę netto;
- 7) każdy składnik pozostałego wyniku całkowitego sklasyfikowany według rodzaju;
- 8) wynik całkowity ogółem.

MSR 1 w dużym stopniu swobodnie podchodzi do formy i struktury wewnętrznej sprawozdania z wyniku całkowitego (zob. tab. 2.5). W głównej mierze pozwala na dowolność w zakresie: stosowania terminologii, prezentowania sprawozdania czy pozostałego wyniku całkowitego, ujmowania kosztów i sposobu wykazywania podatku dochodowego od pozostałego wyniku całkowitego. Ogólnie mówiąc, wybór powinien być podyktowany chęcią dostarczenia jak najbardziej wiarygodnych i przydatnych informacji<sup>48</sup>.

Należy wskazać, że jednostki stosujące MSR mogą dokonać wyboru, czy koszty i przychody będą wykazywać w pojedynczym sprawozdaniu z wyniku całkowitego, czy dwóch sprawozdaniach: a) przedstawiającym składniki zysków i strat (jednostkowy rachunek zysków i strat) oraz b) rozpoczynającym się od zysku lub straty netto i przedstawiającym składniki pozostałego wyniku całkowitego (zob. rys. 2.7).

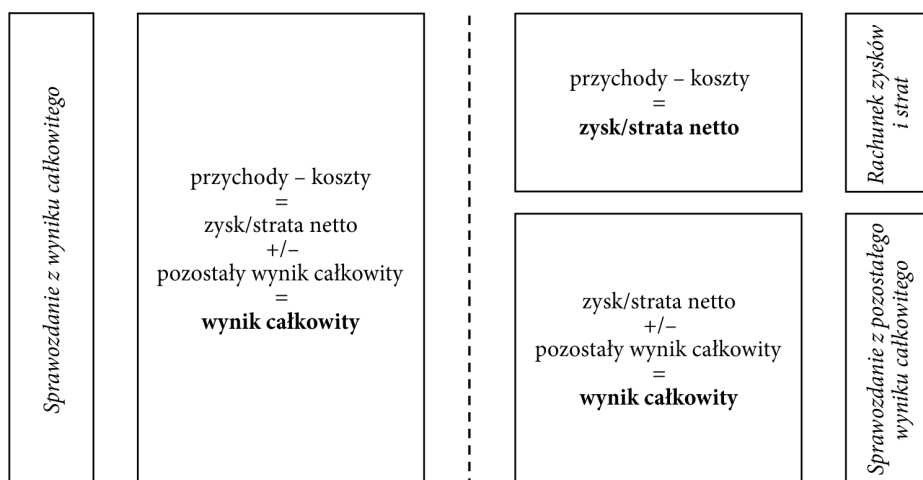
47 Rozporządzenie Komisji (WE) nr 1274/2008 z dnia 17 grudnia 2008 r..., MSR nr 1 Prezentacja sprawozdań finansowych.

48 International Accounting Standards Board, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, *op. cit.*, MSR 1, par. 99.

**Tabela 2.5.** Elastyczność w sposobie prezentacji wyniku całkowitego

terminologia	dla pozycji sprawozdania „zyski i straty”, „całkowite dochody”, „inne całkowite dochody” dopuszcza się stosowanie innych określeń, jeśli ich znaczenie jest zrozumiałe (MSR, 2011, par. 7)
forma prezentacji	dopuszcza się prezentowanie wszystkich pozycji przychodów i kosztów w formie: <ul style="list-style-type: none"> <li>• pojedynczego sprawozdania z wyniku całkowitego (gdzie obok pozycji dotyczących wykazywanych w tradycyjnym rachunku zysków i strat prezentuje się pozostałe składniki wyniku całkowitego)</li> <li>• dwóch sprawozdań, czyli „tradycyjnego” rachunku zysków i strat oraz sprawozdania z wyniku całkowitego rozpoczynającego się od zysku (straty) netto i przedstawiającego pozostałe składniki wyniku całkowitego (MSR, 2011, par. 81)</li> </ul>
prezentacja kosztów	pozostawia się wybór prezentacji kosztów w układzie: <ul style="list-style-type: none"> <li>• porównawczym (rodzajowym) lub</li> <li>• kalkulacyjnym (funkcjonalnym),</li> </ul> w zależności od tego, która z form prezentacji dostarcza informacji wiarygodniejszych i przydatniejszych (MSR, 2011, par. 99)
ujmowanie podatku dochodowego	składniki pozostałego wyniku całkowitego można prezentować: <ul style="list-style-type: none"> <li>• pomniejszone o określone skutki podatkowe lub</li> <li>• przed ujęciem skutków podatkowych, z wykazaniem łącznej kwoty podatku dochodowego odnoszącej się do tych składników (MSR, 2011, par. 91)</li> </ul>

**Źródło:** opracowanie własne za: International Accounting Standards Board, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej 2011*. MSSF, t. 1-2, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2011, MSR 1.

**Rysunek 2.7.** Dualne podejście do prezentacji sprawozdania z wyniku całkowitego

**Źródło:** opracowanie własne.



Szychta wskazuje, że sprawozdanie z wyniku całkowitego składa się w praktyce z dwóch części: rachunku zysków i strat sporządzonego w tradycyjnym ujęciu oraz zmian w kapitale własnym niezwiązanych z właścicielami, a także ich skutków podatkowych<sup>49</sup>. Jednakże wśród koncepcji pierwotnie pojawiających się w ramach regulacji amerykańskiej Rady Standardów Rachunkowości Finansowej dominowało podejście, by w ogóle prezentować wynik całkowity w dwóch odrębnych miejscach w sprawozdawczości finansowej (zob. tab. 2.6). Wśród ważniejszych zmian poczynionych przez FASB można wymienić eliminację wymogu prezentacji wyniku całkowitego na jedną akcję.

**Tabela 2.6.** Porównanie projektu prezentacji wyniku całkowitego z ostatecznym standardem

Wyszczególnienie	Projekt	Ostateczna wersja standardu
miejsce prezentacji raportu z wyniku całkowitego	w jednym lub dwóch sprawozdaniach z wyników finansowych	w sprawozdaniu finansowym o takim samym znaczeniu jak inne podstawowe sprawozdania finansowe
prezentacja wyniku całkowitego na jedną akcję	wymagane	niewymagane
data obowiązywania (wejścia w życie)	za lata obrotowe kończące się po 15 grudnia 1997 roku	za lata obrotowe kończące się po 15 grudnia 1998 roku

**Źródło:** A.C. Yen, D.E. Hirst, P.E. Hopkins, *A Content Analysis of the Comprehensive Income Exposure Draft Comment Letters*, „Research in Accounting Regulation” 2007, vol. 19, s. 58.

Zmiany MSR z 16 czerwca 2011 roku obligują spółki do prezentacji elementów pozostałego wyniku całkowitego w podziale na składniki, które w przyszłych okresach mogą (lub nie) wpłynąć na wynik finansowy jednostki.

Mając z kolei na uwadze zmiany w Międzynarodowych Standardach Rachunkowości, obowiązujące od stycznia 2013 roku w zakresie informacji przedstawianych w sekcji pozostałego wyniku całkowitego, należy podkreślić, że owa sekcja winna być sklasyfikowana według rodzaju i zgrupowana w te kwoty, które nie zostaną następnie przeklasyfikowane do wyniku bądź zostaną przeniesione, ale po spełnieniu określonych warunków<sup>50</sup> (zob. tab. 2.7).

<sup>49</sup> A. Szychta, *Pomiar...*, s. 117–142.

<sup>50</sup> International Accounting Standards Board, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, *op. cit.*, MSR 1, par. 82.

**Tabela 2.7.** Przykładowa struktura pozostałego wyniku całkowitego

<b>zysk netto</b>
składniki pozostałego wyniku całkowitego nieprzeklasyfikowane w przyszłości na zyski lub straty
<i>zyski lub straty z tytułu przeszacowania środków trwałych i wartości niematerialnych</i>
<i>zyski lub straty związane z programami określonych świadczeń</i>
<i>inne pozycje</i>
<i>podatek dochodowy</i>
składniki pozostałego wyniku całkowitego przeklasyfikowane w przyszłości na zyski lub straty po spełnieniu określonych warunków
<i>zyski lub straty z tytułu zabezpieczenia przepływów pieniężnych</i>
<i>zyski lub straty wynikające z przeliczenia sprawozdań finansowych jednostek działających za granicą</i>
<i>wynik z przeszacowania składników aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży</i>
<i>inne pozycje</i>
<i>podatek dochodowy</i>
<b>wynik całkowity netto</b>

**Źródło:** J. Gad, *Sprawozdanie z wyniku całościowego jako źródło informacji na temat kapitałowych przychodów i kosztów – doświadczenia polskiego i niemieckiego rynku kapitałowego*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2014, t. 75, nr 131, s. 53.

Jednostce pozostawia się także wybór prezentacji kosztów w układzie porównawczym (rodzajowym) bądź kalkulacyjnym (funkcjonalnym), w zależności od tego, która z form prezentacji dostarcza informacji bardziej wiarygodnych i przydatnych<sup>51</sup>. Ponadto składniki pozostałego wyniku całkowitego można prezentować<sup>52</sup> jako: a) pomniejszone o określone skutki podatkowe lub b) przed ujęciem skutków podatkowych, z wykazaniem łącznej kwoty podatku dochodowego odnoszącej się do tych składników.

Należy wskazać, że niezależnie od formy i sposobu prezentacji wyniku całkowitego regulacje MSR obligują przedsiębiorstwa do dokonania podziału wszelkich pozycji wynikowych oraz składników pozostałego wyniku całkowitego i przypisanie ich do właścicieli jednostki dominującej bądź do udziałów niekontrolujących.

Podsumowując rozważania o istocie, strukturze i formie prezentacji wyniku całkowitego, można dojść do wniosku, że łączna analiza przedstawianego wyniku finansowego netto, pozostałego wyniku całkowitego i wyniku całkowitego pozwala na wyodrębnienie jednego z sześciu możliwych wariantów mogących stanowić podstawę do wyciągnięcia zasadniczych wniosków odnoszących się do oceny jakości zarządzania finansami przez jednostkę (zob. tab. 2.8).

51 *Ibidem*, MSR 1, par. 99.

52 *Ibidem*, MSR 1, par. 91.

**Tabela 2.8.** Warianty kształtowania się podstawowych pozycji sprawozdania z wyniku całkowitego

Wariant	NI	OCI	CI	Rezultat wpływu OCI
I	+	+	+	korzystny (zwiększanie zysku)
II	+	-	+	niekorzystny (redukowanie zysku)
III	+	-	-	niekorzystny (redukowanie zysku i generowanie strat)
IV	-	+	+	korzystny (redukowanie strat i generowanie zysku)
V	-	+	-	korzystny (zmniejszanie strat)
VI	-	-	-	niekorzystny (zwiększanie strat)

Oznaczenia: NI – wynik finansowy netto, CI – wynik całkowity, OCI – pozostały wynik całkowity

**Źródło:** opracowanie własne za: B. Grabińska, K. Grabiński, *Propozycja interpretacji podstawowych pozycji sprawozdania z zysku całkowitego sporządzonego zgodnie z MSR 1*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie” 2012, nr 13, s. 306.

Na przykład wariant pierwszy obrazuje najefektywniejsze zarządzanie finansami przez menedżerów jednostki, gdyż generuje ona dodatni wynik finansowy netto przy jednocześnie korzystnym wpływie nośników wartości, co ostatecznie skutkuje dodatnim wynikiem całkowitym. Równie efektywnym zarządzaniem cechuje się wariant drugi, w którym menedżerowie na tyle umiejętnie gospodarują powierzonymi zasobami, że mimo niekorzystnych czynników zewnętrznych wystarcza to do wypracowania dodatniego wyniku całkowitego. Pozostałe warianty wskazują albo na pogarszającą się sytuację w otoczeniu jednostki, z którą menedżerowie mogą w przyszłości mieć problemy (wariant III i VI), bądź zdecydowanie nieefektywne zarządzanie finansami skutkujące generowaniem straty finansowej (warianty IV–VI).

Abstrahując od międzynarodowych i krajowych wymogów, rekomendacji oraz regulacji dotyczących raportów finansowych, należy podkreślić toczącą się od wielu dekad dyskusję o miejscu prezentacji w sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstw elementów pozostałego wyniku całkowitego. Istnieją bowiem sprzeczne argumenty dotyczące konieczności ich wyodrębnienia, szczególnie poza zestawieniem zmian w kapitale własnym. Ze względu na niestabilny i tymczasowy charakter wyniku całkowitego wysuwane w 1961 roku przez Edgara Edwardsa i Philipa Bella teoretyczne argumenty, poparte także w 1992 roku przez Roberta Freemana i Senya Tse, akcentowały konieczność traktowania tej kategorii jako odrębnej i raportowanej poza wynikiem finansowym netto<sup>53</sup>. Podobnie Michael Bradbury podkreśla, że wyraźniejsza zmienność składników pozostałego wyniku całkowitego niż wyniku finansowego netto jest jedną z przyczyn, dla których wynik

53 E.O. Edwards, P.W. Bell, *The Theory and Measurement of Business Income*, University of California Press, Berkeley 1961; R.N. Freeman, S.Y. Tse, *A Nonlinear Model of Security Price Responses to Unexpected Earnings*, „Journal of Accounting Research” 1992, vol. 30, no. 2.

całkowity nie powinien być prezentowany w sprawozdaniu z wyników, chociaż MSR dopuszcza taką możliwość<sup>54</sup>.

Odnosząc się z kolei do rezultatów badań empirycznych dotyczących miejsca prezentacji wyniku całkowitego, wskazać należy na praktykę menedżerów i oceny użytkowników sprawozdań finansowych w tym zakresie. Na przykład Thomas King i in. jeszcze przed wejściem w życie standardu SFAS nr 130 przeprowadzili wśród dyrektorów finansowych ankietę w celu ustalenia, którą z trzech opcji sprawozdawczych (rachunek zysków i strat, sprawozdanie z wyniku całkowitego bądź zestawienie zmian w kapitale własnym) zamierzają zastosować. Niemal 67% respondentów stwierdziło, że preferuje wariant raportowania składników wyniku całkowitego w zestawieniu zmian w kapitale własnym, a jedynie 33% planowało wybrać jedną z dwóch pozostałych możliwości<sup>55</sup>. Eric Hirst i Patrick Hopkins dowodzą jednak, że inwestorzy indywidualni są w stanie trafniej oszacować wyniki finansowe lub wartość spółki, gdy elementy pozostałego wyniku całkowitego prezentowane są w miejscu wymaganym przez SFAS nr 130, czyli zawarte w zestawieniu z wyników finansowych, a nie zmian w kapitale własnym. Ujawnienie wyników całkowitych w oddzielnym miejscu ułatwia bowiem ocenę zarządzania rezultatami i poprawia ich przejrzystość. Miejsce prezentacji wyniku całkowitego wpływa zarówno na wyceny dokonywane przez profesjonalnych analityków, jak i postrzeganie wyników finansowych przez nieprofesjonalnych inwestorów<sup>56</sup>. Laureen Maines i Linda McDaniel potwierdzają, że w opinii inwestorów dotyczących wyników finansowych i zarządczych kategoria pozostałego wyniku całkowitego ma znaczenie tylko wówczas, gdy są one przedstawione w sprawozdaniu z wyniku. Respondenci podobnie ocenili zmienność składników tej kategorii we wszystkich trzech prezentowanych formatach, ale jeśli chodzi o użyteczność informacji, największą wagę przypisali rachunkowi zysków i strat<sup>57</sup>. Wyniki innych badań wskazują z kolei, że elementy pozostałego wyniku całkowitego wykazane w zestawieniu zmian w kapitale własnym są ważniejsze niż w zestawieniu wyników<sup>58</sup>. Można się jednak spotkać ze słusznym zdaniem autora stwierdzeniem Hirsta i Hopkinsa, że kiedy elementy wyniku całkowitego prezentowane są w zestawieniu dotyczącym zmian w kapitale własnym, nawet połowa

54 M.E. Bradbury, *Discussion of „Other Comprehensive Income: A Review and Directions for Future Research”*, „Accounting and Finance” 2016, vol. 56, no. 1.

55 T.E. King, A.K. Ortegren, B.J. Reed, *An Analysis of the Impact of Alternative Financial Statement Presentations of Comprehensive Income*, „Academy of Accounting and Financial Studies Journal” 1999, vol. 3, no. 1.

56 D.E. Hirst, P.E. Hopkins, *Comprehensive Income Reporting and Analysts’ Valuation Judgments*, „Journal of Accounting Research” 1998, vol. 36.

57 L.A. Maines, L.S. McDaniel, *Effects of Comprehensive-Income Characteristics on Nonprofessional Investors’ Judgments: The Role of Financial-Statement Presentation Format*, „The Accounting Review” 2000, vol. 75, no. 2.

58 P.D. Schaberl, L.M. Victoravich, *Reporting Location and the Value Relevance of Accounting Information: The Case of Other Comprehensive Income*, „Advances in Accounting” 2005, vol. 31, no. 2.

doświadczonych i skrupulatnych użytkowników sprawozdań finansowych, w tym analityków giełdowych, po dokonaniu analizy raportów nie będzie pamiętać, czy dostrzegła jakiegokolwiek kategorie związane w wynikiem całkowitym<sup>59</sup>.

Niewątpliwie, jak zaznaczają Robert Bowen i in., miejsce prezentacji wyników finansowych wpływa na sposób wykorzystywania tych informacji przez beneficjentów sprawozdań finansowych. Autorzy stwierdzili, że reakcja rynku na prezentowane, czasem nawet niezrealizowane zyski zwiększa się wraz ze wzrostem nacisku wywieranego przez spółki na publikację tych wyników w określonym, widocznym dla użytkowników miejscu<sup>60</sup>. Rebecca Files i in. podkreślili ponadto, że uwidocznienie wyników całkowitych wyjaśnia znaczną część zmienności rynkowych stóp zwrotu<sup>61</sup>. Można zatem wysnuć wniosek, że umiejscowienie sprawozdania z wyniku całkowitego nie ma większego wpływu na samo postrzeganie informacji przez użytkowników sprawozdań finansowych, ale ma znaczenie dla oceny istotności tych informacji pod kątem podejmowanych przez nich decyzji inwestycyjnych. Zdaniem autora samo miejsce prezentacji wyniku całkowitego może dla nich jednak odgrywać mniejszą rolę niż wspomniana wcześniej dowolność w zakresie m.in. stosowania terminologii, strukturyzowania sprawozdania, raportowania składników pozostałego wyniku całkowitego czy wykazywania podatku dochodowego. Problem ten, na przykładzie polskiego rynku kapitałowego, przedstawiono w kolejnym rozdziale.

---

59 D.E. Hirst, P.E. Hopkins, *op. cit.*

60 R.M. Bowen, A.K. Davis, D.A. Matsumoto, *Emphasis on Pro Forma versus GAAP Earnings in Quarterly Press Releases: Determinants, SEC Intervention, and Market Reactions*, „The Accounting Review” 2005, vol. 80, no. 4.

61 R. Files, E.P. Swanson, S. Tse, *Stealth Disclosure of Accounting Restatements*, „The Accounting Review” 2009, vol. 84, no. 5.

## Rozdział 3

# Jakość informacyjna wyniku całkowitego na polskim rynku kapitałowym

Zdefiniowanie pojęcia jakości informacyjnej wyniku finansowego, podobnie jak kapitału bądź zysku, jest niezmiernie trudne głównie ze względu na subiektywność terminu *jakość*. Problemy interpretacyjne wynikają z faktu, że ocena jakości jest uzależniona od wiedzy i doświadczenia, poziomu świadomości, sposobu podejścia, a także partykularnego interesu, jakim może kierować się osoba dokonująca tej oceny. Mimo że jakość jest pojęciem wielowymiarowym i interdyscyplinarnym, można teoretycznie rozumieć ją jako swego rodzaju sąd wartościujący wyrażony przez oceniającego. W praktyce chodzi jednak o ustosunkowanie się do określonych cech jakościowych, np. produktu lub usługi. W ujęciu ekonomicznym bądź marketingowym jakość to stopień zgodności produktu lub usługi z wynikającymi z potrzeb odbiorcy wymaganiami. Jakość jest zatem poziomem usatysfakcjonowania użytkownika (konsumenta).

Wyniki finansowe prezentowane w sprawozdawczości finansowej powinny także cechować się odpowiednią jakością, zasadniczo odnoszoną do potrzeb informacyjnych użytkowników sprawozdań finansowych. W rezultacie jakość wyniku finansowego należy utożsamiać z jakością informacyjną wynikającą z potrzeb beneficjentów sprawozdań finansowych. Są oni bowiem zainteresowani otrzymywaniem wiarygodnych i aktualnych informacji, na podstawie których mają możliwość podejmowania trafnych decyzji inwestycyjnych.

Celem trzeciego rozdziału jest z jednej strony przybliżenie roli i znaczenia informacji finansowych w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych i polityki informacyjnej spółek publicznych, prezentacja cech jakościowych wyników finansowych oraz próba zdefiniowania pojęcia jakości wyniku finansowego i wskazanie możliwych punktów odniesienia. Z drugiej strony w rozdziale zaprezentowano wyniki empirycznych badań jakości informacyjnej wyniku całkowitego i jego komponentów, przeprowadzonych w spółkach notowanych na polskim rynku kapitałowym. W zasadniczej części służą one weryfikacji hipotezy badawczej  $H_1$ , zgodnie z którą w praktyce sprawozdawczej spółek giełdowych w Polsce występuje rozbieżność w zakresie formy i prezentacji wyniku całkowitego, co obniża jakość informacyjną tej kategorii ekonomicznej.

### 3.1. Rola i znaczenie informacji w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych

Kluczowym elementem współczesnego społeczeństwa, określanego niekiedy jako informacyjne<sup>1</sup>, jest niewątpliwie informacja, intensywnie wykorzystywana w życiu społecznym, ekonomicznym, kulturalnym i politycznym<sup>2</sup>. Naturę samej informacji próbuje się wyjaśniać na gruncie różnych dyscyplin, nie tylko ekonomii, finansów, zarządzania, ale także cybernetyki, teorii systemów itd. Słowo *informacja* (od łac. *informatio*, czyli wyjaśnienie, wyobrażenie, pojęcie myśl, idea) potocznie wiąże się z terminami *wiadomości*, *dane*, *fakty*, używanymi niekiedy jako synonimy. Dane to surowe, nieprzetworzone liczby bądź fakty, wiadomości o określonych zjawiskach lub zdarzeniach, zaś informacja stanowi produkt finalny procesu przetwarzania tych danych w sposób umożliwiający podjęcie decyzji w określonej sytuacji<sup>3</sup>. Fakty czy dane można uznać zatem za elementy informacji, które same w sobie pozbawione są wartości informacyjnej, a dopiero włączenie ich w proces przetwarzania umożliwia nadanie im postaci informacji.

Dla podjęcia niemal każdej decyzji kluczowe jest posiadanie odpowiednich informacji. Mając na uwadze podejście decyzyjne, można wskazać, że informacja nie tylko opisuje rzeczywistość bądź definiuje pojęcia, ale przede wszystkim zawiera element sprawczy, ułatwiający skuteczne działanie. Informację należy łączyć z procesem identyfikacji, uznając ją jednocześnie za miarę złożoności i różnorodności oraz czynnik sprawczy, sterujący<sup>4</sup>. Informacja odwzorowuje trzy perspektywy: przeszłość, teraźniejszość i przyszłość. Zdaniem Jana Czekaja informację pojmuje się jako prezentację zdarzeń, stanów rzeczy, obiektów itp. z perspektywy przeszłości, teraźniejszości lub przyszłości, a jej strukturę tworzą cztery elementy: treść, nośnik, symbol, za pomocą którego informacja jest utrwalana, i sposób jej przenoszenia<sup>5</sup>. Informację można postrzegać również jako produkt bądź usługę (materialny lub

- 1 K. Krzysztofek, M.S. Szczepański, *Zrozumieć rozwój: od społeczeństw tradycyjnych do informacyjnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego, Katowice 2005, s. 170.
- 2 Przyjmuje się hipotezę, że w perspektywie 2030 roku będzie istniało globalne środowisko informacyjne obejmujące wszystkie kraje, społeczeństwa, dziedziny życia społecznego i działalności gospodarczej. Środowisko to będzie oddziaływać na ludzi, gospodarstwa domowe, podmioty gospodarcze, instytucje społeczne i sektora publicznego oraz organizacje międzynarodowe. Por. J. Oleński, *Strategie rozwoju e-państwa w perspektywie 2030 roku*, „Roczniki Kolegium Analiz Ekonomicznych” 2018, z. 48, s. 88.
- 3 N.C. Churchill, C.H. Kriebel, A.C. Stedry, *Proposed Research on Management Information Systems*, „Management Sciences Research Report” 1965, vol. 54, s. 2; J.A.F. Stoner, R.E. Freeman, D.R. Gilbert, *Kierowanie*, tłum. A. Ehrlich, wyd. 2 zm., PWE, Warszawa 2001, s. 589.
- 4 J. Oleński, *Standardy informacyjne w gospodarce*, Wydawnictwa Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 1997, s. 15.
- 5 J. Czekaj i in., *Podstawy zarządzania informacją*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Kraków 2012, s. 15.

niematerialny wytwór jakiegoś procesu), a nawet czynnik produkcji albo kapitał (zasób informacyjny). Informacja jest bowiem czwartym i najbardziej pożądanym czynnikiem produkcji, a w odróżnieniu od pozostałych zasobów jest nieograniczona, niewyczerpywalna i niematerialna<sup>6</sup>.

Informacje można wprawdzie klasyfikować według różnych ujęć i przekrojów (zob. tab. 3.1), jednakże z punktu widzenia podejmowania decyzji można podzielić je na istotne lub nieistotne.

**Tabela 3.1.** Podział informacji dostarczanych w procesie podejmowania decyzji

Kryterium	Tryb gromadzenia	Forma prezentacji	Trwałość zapisu	Rola w procesie podejmowania decyzji	Tryb dostarczenia do odbiorcy
Informacje	• rutynowe, systematyczne	• kwalitatywne, opisowe	• utrwalone na nośniku	• istotne	• sformalizowane
	• doraźne, <i>ad hoc</i>	• kwantytatywne, numeryczne	• prezentowane ustnie	• nieistotne	• niesformalizowane

**Źródło:** J. Turyna, *Informacje dla procesów decyzyjnych*, [w:] J. Kisielnicki, J. Turyna (red.), *Decyzyjne systemy zarządzania*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2012.

Istotność docierających do decydentów informacji oznacza powiązanie ich z zadaniami realizowanymi i celami osiąganymi dzięki podejmowanym decyzjom<sup>7</sup>. Ważnym aspektem jest także właściwa liczba informacji, dzięki której można zwiększyć trafność podejmowanej decyzji, gdyż rezultatem zarówno nadmiaru, jak i niedoboru informacji bywa brak efektywności decyzyjnej. Nowoczesne rozwiązania informacyjno-komunikacyjne zwiększają wprawdzie powszechność i łatwość dostępu do informacji<sup>8</sup>, jednakże sporym problemem staje się ich nadmiar, kojarzony z tzw. natłokiem, przeciążeniem bądź przeładowaniem informacyjnym (*information overload*)<sup>9</sup>. Można mówić z jednej strony o wzroście pojemności istniejących kanałów komunikacyjnych i uproszczeniu dystrybucji informacji, z drugiej zaś o gwałtownym pomnożeniu liczby powtarzających się wiadomości, ich wzajemnych sprzecznościach, fragmentaryzacji, niedokładnościach oraz braku porównywalności, a ostatecznie

6 A. Kamela-Sowińska, *Wprowadzenie*, [w:] P. Gut (red.), *Kreatywna księgowość a fałszowanie sprawozdań finansowych*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2006, s. IX.

7 H.W.J. Meyer, *The Nature of Information, and the Effective Use of Information in Rural Development*, „Information Research” 2005, vol. 10, no. 2.

8 J. Frishammar, *Information Use in Strategic Decision Making*, „Management Decision” 2003, vol. 41, no. 4.

9 R. Ball, *The Scientific Information Environment in the Next Millennium*, „Library Management” 2000, vol. 21, no. 1; T. Tidline, *Information Overload*, [in:] A. Kent, C.M. Hall (red.), *Encyclopedia of Library and Information Science*, vol. 72, supp. 35, Marcel Dekker, New York–Basel 2002.



o niskiej świadomości informacyjnej ich odbiorców (decydentów). Dynamika i złożoność różnorodnych procesów komunikacyjnych zachodzących we współczesnych przedsiębiorstwach pociąga za sobą konieczność tworzenia właściwego, efektywnego systemu informacyjnego, umożliwiającego odpowiednią selekcję oraz analizę wiadomości potrzebnych do podjęcia decyzji przez interesariuszy tych informacji.

Termin *decyzja* (od łac. *decisio*, czyli postanowienie, porozumienie, zamiar, rozstrzygnięcie, rezolucja, rozwiązanie, uchwała) pojmowany jest ogólnie jako świadomy i nielosowy wybór jednego z wielu możliwych sposobów działania. Podejmowanie decyzji gospodarczych dotyczy zdaniem Duraja określonego aktu i/lub procesu działania przedsiębiorstwa i polega na wyborze jednego z wariantów na podstawie przeprowadzonej identyfikacji – zdefiniowania istoty problemu decyzyjnego, określenia możliwych alternatyw, wyodrębnienia najlepszej z nich zgodnie z określonymi kryteriami oraz miernikami oceny i skierowania go do wykonania<sup>10</sup>. Takie ogólne podejście nie określa procesu podejmowania decyzji wyłącznie w kontekście menedżerów, ale odnosi się do wszystkich grup interesariuszy przedsiębiorstwa występujących w roli decydentów.

Podejmowanie decyzji jest procesem, aktem wyboru o charakterze nielosowym dotyczącym przyszłego działania i obejmującym wyłącznie możliwe do zrealizowania kierunki tego działania<sup>11</sup>. W każdym procesie podejmowania decyzji, niezależnie od stopnia jego złożoności, występuje decydent, czyli podmiot uprawniony do dokonania wyboru określonego rozwiązania<sup>12</sup>. Oprócz niego uwzględnia się także zbiór dopuszczalnych sposobów działania, cechujące się niepewnością elementy świata zewnętrznego i tzw. funkcję użyteczności (korzyści) dla decydenta. Przypisanie decyzjom użyteczności, rozumianej z ekonomicznego punktu widzenia jako zadowolenie, pożytek, przyjemność płynąca z konsumpcji dóbr (użyteczność doświadczana), ale również jako kryterium wyboru między różnymi opcjami, pozwala na sprowadzenie procesu decyzyjnego do wyboru tej opcji, której użyteczność będzie największa<sup>13</sup>. Istotną cechą informacji w procesie podejmowania decyzji jest więc jej użyteczność dla decydenta, będąca rezultatem przekazywanych w odpowiednim czasie, ważnych, dokładnych i niekwestionowanych informacji, dająca mu również poczucie zadowolenia (satisfakcji)<sup>14</sup>.

10 J. Duraj, *Podstawy ekonomiki przedsiębiorstwa*, wyd. 2 zm., PWE, Warszawa 2004, s. 70.

11 P. Banaszyk, *Podstawy organizacji i zarządzania*, Wyższa Szkoła Handlu i Rachunkowości, Poznań 2002, s. 121.

12 E. Knosala, *Zarys teorii decyzji w nauce administracji*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011, s. 24.

13 R. Sudgen, *Correspondence of Sentiments: An Explanation of the Pleasure of Social Interaction*, [in:] L. Bruni, P.L. Porta (ed.), *Economics and Happiness*, Oxford University Press, Oxford 2005.

14 B. Pierce, T. O’Dea, *Management Accounting Information and the Needs of Managers. Perceptions of Managers and Accountants Compared*, „The British Accounting Review” 2003, vol. 35, no. 3, s. 267–269; S.M. McKinnon, W.J. Bruns, *The Information Mosaic*, Harvard Business School Press, Boston 1992.

Wśród podejmowanych w odniesieniu do przedsiębiorstwa decyzji ekonomicznych (gospodarczych) można wymienić te o charakterze produkcyjnym, finansowo-inwestycyjnym, marketingowo-handlowym, personalnym, logistycznym, technicznym czy technologicznym. Klasyfikacja ta odnosi się zatem do funkcji spełnianych przez przedsiębiorstwo. W literaturze przedmiotu wymienia się też szereg innych kategoryzacji decyzji, uwzględniających m.in. ich zasięg, wagę, istotność czy horyzont czasowy, stopień ryzyka, zakres innowacyjności, programowalność, liczbę decydentów, strukturę rozwiązywanego problemu bądź poziom realizacji celów (zob. tab. 3.2).

**Tabela 3.2.** Typologie decyzji ekonomicznych (gospodarczych)

Kryterium	Decyzje
zasięg, waga, istotność, horyzont czasowy	<ul style="list-style-type: none"> <li>• strategiczne (najwyższej wagi)</li> <li>• taktyczne (niższy stopień istotności)</li> <li>• operacyjne (dotyczące bieżących celów)</li> </ul>
stopień ryzyka	<ul style="list-style-type: none"> <li>• podejmowane w warunkach pewności</li> <li>• podejmowane w warunkach ryzyka</li> <li>• podejmowane w warunkach niepewności</li> </ul>
zakres innowacyjności	<ul style="list-style-type: none"> <li>• rutynowe (powtarzalne)</li> <li>• adaptacyjne (dostosowawcze)</li> <li>• innowacyjne (zmieniające warunki)</li> <li>• regresywne (cofające się w przeszłość)</li> </ul>
programowalność	<ul style="list-style-type: none"> <li>• programowalne (zazwyczaj rutynowe)</li> <li>• nieprogramowalne (o dużym stopniu ryzyka)</li> </ul>
struktura rozwiązywanego problemu	<ul style="list-style-type: none"> <li>• selekcyjne</li> <li>• alokacyjne</li> <li>• rankingowe</li> </ul>
liczba decydentów	<ul style="list-style-type: none"> <li>• samodzielne</li> <li>• grupowe (kolektywne)</li> </ul>
poziom realizacji celów	<ul style="list-style-type: none"> <li>• zadowalające</li> <li>• optymalne</li> </ul>

**Źródło:** A. Nowicki, M. Sitarska (red.), *Procesy informacyjne w zarządzaniu*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Wrocław 2010, s. 23.

Za ważne kryterium podziału decyzji ekonomicznych należy uznać także oddzielenie tych racjonalnych od nieracjonalnych. W ekonomii racjonalność podejmowanych decyzji wiąże się maksymalizacją użyteczności (korzyści), niemniej jednak szerzej można postrzegać ją jako zgodne z logiką zachowanie w realizowaniu celów<sup>15</sup>, czyli inaczej mówiąc postępowanie z użyciem rozumu. Racjonalność podejmowanych

15 S. Elbanna, J. Child, *The Influence of Decision, Environmental and Firm Characteristics on the Rationality of Strategic Decision-Making*, „Journal of Management Studies”, vol. 44, no. 4, s. 565.

decyzji była przedmiotem zainteresowania neoklasycznej teorii przedsiębiorstwa, według której, zdaniem Mariana Gorynii, przedsiębiorca, dysponujący wyczerpującymi i darmowymi informacjami, w odniesieniu do których koszty przetwarzania i podejmowania decyzji są zerowe, zachowuje się w sposób racjonalny wówczas, gdy jego celem jest maksymalizacja zysku przedsiębiorstwa<sup>16</sup>. Neoklasyczne podejście wymaga od decydentów określonego zasobu wiedzy i umiejętności podejmowania decyzji, wiarygodności w ocenie wszelkich konsekwencji i co ważne przyjmuje nieco sztucznie, że każdy decydent ma bezpłatny oraz jednakowy dostęp do informacji. W rezultacie można uznać ją za niewiarygodnie prostą i nazbyt piękną<sup>17</sup>. Zgodnie z behawioralną teorią przedsiębiorstwa, dotyczącą problemu ograniczonej racjonalności, decydenci zachowują się nieracjonalnie wskutek niekompletnego zasobu wiedzy i ograniczonych możliwości przetwarzania oraz przechowywania informacji. W rezultacie decyzje przez nich podejmowane obarczone są błędami właściwymi psychologicznej naturze każdego człowieka<sup>18</sup>.

Odnosząc się do spółek publicznych, należy wskazać, że racjonalną przesłanką do podejmowania decyzji inwestycyjnych są nie tylko raporty okresowe tych jednostek, uznawane za bardzo użyteczne narzędzie służące do podejmowania decyzji na rynku kapitałowym, ale wszelkie sygnały generowane przez różnego rodzaju systemy i narzędzia, w tym analizę fundamentalną, techniczną czy portfelową<sup>19</sup>. Ważnymi etapami analizy fundamentalnej są analiza finansowa i wycena spółki, których rezultaty uzależnione są od generowanych wyników finansowych. Na ich podstawie decydenci są w stanie nie tylko ocenić bieżący standing finansowy podmiotu, ale także stworzyć prognozy przyszłych wyników finansowych. Jeśli nawet preferują oni wyłącznie analizę techniczną bądź portfelową, tylko pozornie nie zwracają uwagi na informacje finansowe odzwierciedlające aktualny standing finansowy przedsiębiorstwa. Nawet w obliczu wyraźnego umocnienia się pozycji ekonomii behawioralnej<sup>20</sup>, a także rosnącej powszechności i popularności finansów behawioralnych<sup>21</sup>, trudno wyobrazić sobie taką sytuację, by decydenci w długim okresie mogli podejmować decyzje inwestycyjne wyłącznie na podstawie obserwacji zachowań uczestników

16 M. Gorynia, *Przedsiębiorstwo w różnych ujęciach teoretycznych*, „*Ekonomista*” 1999, nr 4, s. 535.

17 H.A. Simon, *Działanie administracji. Proces podejmowania decyzji w organizacjach administracyjnych*, tłum. K. Poznański, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1976, s. 174.

18 M. Gorynia, *Przedsiębiorstwo...*, s. 542.

19 Szerzej zob. A. Pieloch-Babiarz, A. Sajnog, *Analiza fundamentalna. Standing finansowy i wycena przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016, s. 11–18.

20 M. Gorynia, *Nauki ekonomiczne wobec globalnych i regionalnych wyzwań drugiej dekady XXI wieku*, [w:] C. Zając (red.), *Nauki ekonomiczne w XXI wieku – dylematy, wyzwania, perspektywy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Wrocław 2017, s. 11–22.

21 Szerzej zob. K. Jajuga, *Trzydzieści lat współczesnych finansów behawioralnych*, „*Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania*” 2008, nr 9; A. Szyszka, *Behavioral Finance and Capital Markets. How Psychology Influences Investors and Corporations*, Palgrave Macmillan, New York 2013; J. Gajdka, *Behawioralne finanse przedsiębiorstw. Podstawowe podejścia i koncepcje*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013.

runku kapitałowego, bez ogólnej, nawet bardzo pobieżnej oceny informacji finansowych płynących ze spółki. Analiza tych informacji umożliwia bowiem nie tylko ocenę historycznej i aktualnej sytuacji finansowej jednostki, ale ujawnia sygnały oraz symptomy zagrożenia upadłością, a także służy celom prognostycznym w zakresie jej funkcjonowania i rozwoju<sup>22</sup>. Informacje finansowe mają duże znaczenie przy podejmowaniu decyzji pod kątem oceny ryzyka na rynku kapitałowym<sup>23</sup>, gdzie poziom ryzyka jest znacznie wyższy niż na rynku pieniężnym<sup>24</sup>.

### 3.2. Polityka informacyjna spółek giełdowych

Giełdowe spółki akcyjne jako spółki publiczne<sup>25</sup> podlegają wielu wymogom formalno-prawnym i regulacjom polityki informacyjnej. Komunikowanie się spółki giełdowej z jej interesariuszami służy nie tylko przekazywaniu informacji dotyczących działalności, ale ukierunkowane jest także na określone rezultaty biznesowe. Jednym z elementów polityki informacyjnej spółki publicznej jest prezentowanie jej raportów i informacji, na podstawie których inwestorzy oceniają dokonania jednostki oraz podejmują określone decyzje inwestycyjne.

Znaczenie prezentowania informacji ekonomicznych bądź finansowych<sup>26</sup> jest w Polsce zdecydowanie największe w wypadku spółek publicznych, z mocy prawa zobligowanych do przedstawiania konkretnych raportów w określonym czasie. Obowiązek ten został uregulowany zarówno na gruncie przepisów Unii Europejskiej<sup>27</sup>,

22 Y. Konchitchki, P.N. Patatoukas, *Taking the Pulse of the Real Economy Using Financial Statement Analysis: Implications for Macro Forecasting and Stock Valuation*, „The Accounting Review” 2014, vol. 89, no. 2, s. 691–692.

23 S.P. Kothari, *The Role of Financial Reporting in Reducing Financial Risks in the Market*, „Conference Series Federal Reserve Bank of Boston” 2000, no. 44, s. 89–90.

24 W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, wyd. 6 zm., Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2014, s. 96.

25 Definicję spółki publicznej określają przepisy Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. Nr 184, poz. 1539, z późn. zm. Zgodnie z art. 4, pkt 20, spółką publiczną jest spółka, w której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana w rozumieniu przepisów Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. Nr 183, poz. 1538, z późn. zm.

26 Należy odróżnić informacje ekonomiczne, dostarczające treści o stanie majątkowym jednostki i zjawisk wpływających na ten stan, od informacji finansowych, związanych ze sferą finansową przedsiębiorstwa, czyli pozyskiwaniem i wykorzystywaniem środków pieniężnych. Por. J. Turyna, *Informacje dla procesów decyzyjnych*, [w:] J. Kisielnicki, J. Turyna (red.), *Decyzyjne systemy zarządzania*, Difin, Warszawa 2012, s. 153–154.

27 Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2013/50/UE z dnia 22 października 2013 r. zmieniająca dyrektywę nr 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie harmonizacji

jak i polskich rozwiązań legislacyjnych. Rozporządzenie ministra finansów z 29 marca 2018 roku<sup>28</sup> określa wprost rodzaj, zakres i formę informacji bieżących oraz okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych, a także częstotliwość i terminy ich przekazywania.

Raporty bieżące służą głównie do przekazywania informacji o wszelkich decyzjach i zdarzeniach mogących w zasadniczy sposób wpływać na sytuację gospodarczą, majątkową, bądź finansową spółki giełdowej oraz determinować cenę lub wartość notowanych instrumentów finansowych. Obowiązki informacyjnymu podlegają m.in. wiadomości dotyczące: powoływania i odwoływania członków zarządu lub rady nadzorczej spółki, rejestrowania przez sąd zmiany wysokości kapitału zakładowego, wypłacania lub zamiaru wypłacania dywidendy bądź umarzenia akcji własnych, zawierania lub rozwiązywania ważnej umowy, decydowania o zamiarze połączenia z innym podmiotem, dzielenia lub przekształcania spółki, zbywania lub tracenienia aktywów o znacznej wartości w wyniku zdarzenia losowego, sporządzania prognoz wyników finansowych itd. Spółka publiczna ma obowiązek przekazania raportu bieżącego niezwłocznie po zaistnieniu zdarzenia lub pozyskaniu określonej informacji.

W raportach okresowych, które spółka giełdowa winna przekazywać za okresy kwartalne, półroczne i roczne<sup>29</sup>, prezentowane są głównie informacje finansowe m.in. w formie sprawozdania za okres wymagany w danego rodzaju raporcie. Sprawozdania te są sporządzane zgodnie z polskimi zasadami rachunkowości albo, po podjęciu decyzji przez organ zatwierdzający, zgodnie z MSR. Spółka publiczna, będąca jednostką dominującą w grupie kapitałowej, ma dodatkowo obowiązek przekazywania raportów okresowych w formie skonsolidowanego raportu kwartalnego, półrocznego i rocznego, ponadto obligatoryjnie zgodnego z MSR.

Według rozporządzenia ministra finansów kwartalny raport finansowy powinien zawierać, odpowiednio do rodzaju prowadzonej działalności, m.in. dane finansowe za kwartał roku obrotowego objęty tym raportem i dane narastająco za wszystkie

---

wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i dyrektywę Komisji nr 2007/14/WE ustanawiającą szczegółowe zasady wdrożenia niektórych przepisów dyrektywy nr 2004/109/WE, Dz.Urz. UE L 294 z 6 listopada 2013 r., s. 13, sprost. Dz.Urz. UE L 14 z 26 listopada 2013 r., s. 35.

28 Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 29 marca 2018 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim, Dz.U., poz. 757.

29 Obecnie, zgodnie z cytowaną Dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2013/50/UE, która zmieniła Dyrektywę nr 2004/109/WE, w krajach członkowskich nie ma obowiązku publikowania sprawozdania śródrocznego lub kwartalnego sprawozdania finansowego, jednakże tego rodzaju wymóg jest możliwy do zastosowania na gruncie legislacyjnym danego państwa. Jak się okazuje z klauzuli tej korzystają kraje takie jak Austria, Bułgaria, Chorwacja i Polska. Zob. [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/transparency-requirements-listed-companies\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/transparency-requirements-listed-companies_en) (dostęp: 1.08.2019).

pełne kwartały danego roku obrotowego w formie kwartalnego skróconego sprawozdania finansowego obejmującego co najmniej<sup>30</sup>:

- 1) bilans,
- 2) rachunek zysków i strat,
- 3) zestawienie zmian w kapitale własnym,
- 4) rachunek przepływów pieniężnych.

Raport kwartalny i skonsolidowany raport kwartalny spółka ma obowiązek przekazać jednocześnie nie później niż w terminie 60 dni od dnia zakończenia kwartału roku obrotowego, którego raport dotyczy.

Półroczny raport finansowy spółki giełdowej powinien objąć z kolei co najmniej<sup>31</sup>:

- 1) wybrane dane finansowe zawierające podstawowe pozycje półrocznego sprawozdania finansowego za półrocze bieżącego i poprzedniego roku obrotowego, a w wypadku bilansu – na koniec półrocza bieżącego roku obrotowego i na koniec poprzedniego roku obrotowego;
- 2) półroczne skrócone sprawozdanie finansowe obejmujące okres pierwszych sześciu miesięcy roku obrotowego;
- 3) półroczne sprawozdanie zarządu lub osoby zarządzającej z działalności emitenta i zasad sporządzania półrocznego skróconego sprawozdania finansowego;
- 4) oświadczenie zarządu lub osoby zarządzającej w sprawie półrocznego sprawozdania finansowego;
- 5) raport z przeglądu półrocznego skróconego sprawozdania finansowego;
- 6) stanowisko zarządu lub osoby zarządzającej wraz z opinią rady nadzorczej lub osoby nadzorującej emitenta odnoszące się do wniosku wyrażonego przez firmę audytorską w raporcie z przeglądu półrocznego sprawozdania finansowego.

Na spółce publicznej ciąży obowiązek łącznej prezentacji raportu półrocznego i skonsolidowanego raportu półrocznego nie później niż w terminie trzech miesięcy od dnia zakończenia półrocza roku obrotowego, którego dotyczy.

Podstawowe obowiązki informacyjne spółek publicznych dotyczą jednak raportów rocznych, które powinny zawierać co najmniej<sup>32</sup>:

- 1) pismo prezesa zarządu lub osoby zarządzającej omawiające najważniejsze dokonania lub niepowodzenia spółki w danym roku i jej perspektywy rozwoju na najbliższy rok obrotowy;
- 2) wybrane dane finansowe, zawierające podstawowe pozycje rocznego sprawozdania finansowego za bieżący i poprzedni rok obrotowy;
- 3) roczne sprawozdanie finansowe, sporządzone zgodnie z obowiązującymi zasadami rachunkowości i zbadane przez firmę audytorską;

<sup>30</sup> Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 29 marca 2018 r..., art. 66, pkt 1.

<sup>31</sup> *Ibidem*, art. 68, pkt 1.

<sup>32</sup> *Ibidem*, art. 70, pkt 1.

- 4) sprawozdanie zarządu lub osoby zarządzającej z działalności emitenta w okresie objętym raportem rocznym i zasad sporządzenia rocznego sprawozdania finansowego;
- 5) sprawozdanie na temat informacji niefinansowych;
- 6) oświadczenie zarządu lub osoby zarządzającej ze wskazaniem nazwisk i stanowisk w sprawie rocznego sprawozdania finansowego;
- 7) informację zarządu o dokonaniu wyboru firmy audytorskiej;
- 8) oświadczenie rady nadzorczej lub osoby nadzorującej dotyczące powołania, składu i funkcjonowania komitetu audytu;
- 9) sprawozdanie z badania rocznego raportu finansowego;
- 10) stanowisko zarządu lub osoby zarządzającej wraz z opinią rady nadzorczej lub osoby nadzorującej emitenta odnoszące się do wniosku wyrażonego przez firmę audytorską;
- 11) ocenę dokonaną przez radę nadzorczą lub inny organ nadzorujący wraz z uzasadnieniem, dotyczącą sprawozdania z działalności emitenta i sprawozdania finansowego.

Spółki publiczne zobligowane są do ujawnienia łącznie raportu rocznego i skonsolidowanego raportu rocznego nie później niż cztery miesiące od dnia zakończenia roku obrotowego, którego raport dotyczy.

W założeniu zarówno bieżące, jak i kwartalne, półroczne bądź roczne obowiązki informacyjne spółek publicznych mają duże znaczenie dla prawidłowego działania systemu wymiany informacji między spółką a jej interesariuszami. Głównym motywnym odpowiedniej polityki informacyjnej, szczególnie w perspektywie nadzoru korporacyjnego (*corporate governance*) – rozumianego jako system, w którym korporacje są zarządzane i regulowane w celu zwiększenia wartości dla akcjonariuszy i spełnienia oczekiwań pozostałych interesariuszy<sup>33</sup> – powinno być ograniczanie asymetrii informacyjnej związanej z obecnością spółki na giełdzie<sup>34</sup>. Asymetria ta wiąże się bowiem z nierównym dostępem do informacji interesariuszy spółki<sup>35</sup>. Mimo że w literaturze przedmiotu można odnaleźć rozbieżne opinie na temat możliwego wpływu jakości informacji na poziom asymetrii<sup>36</sup>, przyjmując za Stephenem Brownem i Stephenem Hillegeistem<sup>37</sup>, można jednak uznać za częstsze występowanie niekorzystnej korelacji między jakością informacji a poziomem asymetrii, którą należy tłumaczyć niższym kosztem kapitału (zob. rys. 3.1).

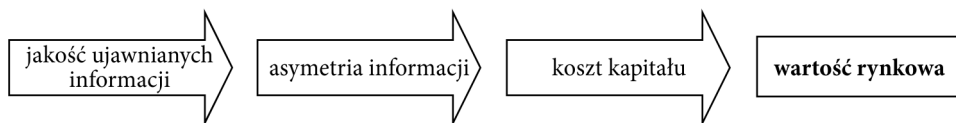
33 R.C. Iwu-Egwuonwu, *Some Empirical Literature Evidence on the Effects of Independent Directors on Firm Performance*, „Journal of Economics and International Finance” 2010, vol. 2, no. 9.

34 M. Chang et al., *Does Disclosure Quality via Investor Relations Affect Information Asymmetry?*, „Australian Journal of Management” 2008, vol. 33, no. 2.

35 S. Brown, S.A. Hillegeist, *Disclosure Quality and Information Asymmetry*, Kellogg School of Management, Evanston 2003, s. 1–5.

36 C.S. Armstrong et al., *When Does Information Asymmetry Affect the Cost of Capital?*, „Journal of Accounting Research” 2011, vol. 49, no. 1.

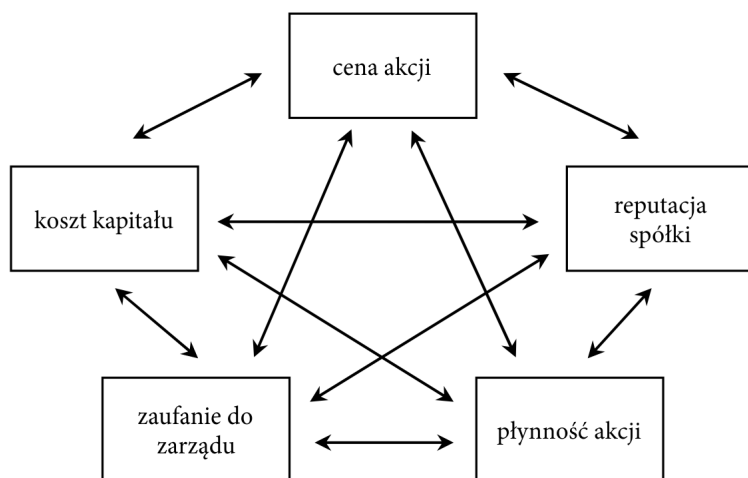
37 S. Brown, S.A. Hillegeist, *op. cit.*, s. 1–5.



**Rysunek 3.1.** Asymetria informacji a wartość rynkowa spółki giełdowej

**Źródło:** opracowanie własne za: S. Brown, S.A. Hillegeist, *Disclourse Quality and Information Asymmetry*, Kellogg School of Management, Evanston 2003.

Mając na uwadze przepisy dotyczące ujawniania informacji przez spółki notowane na giełdzie papierów wartościowych, ich raporty finansowe można uznać za tę kategorię obligatoryjnych informacji, na podstawie których interesariusze budują określony obraz danej spółki. Mimo szeregu obaw związanych z ponadobligatoryjnym prezentowaniem informacji (m.in. z racji wysokiej kosztochłonności)<sup>38</sup>, należy zauważyć, że ujawnianie informacji finansowych o spółce giełdowej w szerszym zakresie (ponad obowiązkowo wymagany przez prawo) wiąże się z licznymi korzyściami płynącymi z tzw. relacji inwestorskich wzajemnie ze sobą powiązanych (zob. rys. 3.2).



**Rysunek 3.2.** Korzyści wynikające z relacji inwestorskich w spółce giełdowej

**Źródło:** opracowanie własne za: D.A. Niedziółka, *Relacje inwestorskie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 17.

Relacje inwestorskie (*investor relations*, IR) w wąskim ujęciu pojmowane są jako wynikające z obowiązków informacyjnych, uregulowane prawnie ujawnianie

38 M. Andrzejewski, *Rachunkowość a ujawnienie informacji przez spółki giełdowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 28.



informacji przez przedsiębiorstwo<sup>39</sup>. Szerzej zaś wiąże się z systematycznymi poczynaniami komunikacyjnymi między spółką a jej interesariuszami, na podstawie których istnieje możliwość dokonywania oceny działalności i rozwoju przedsiębiorstwa<sup>40</sup>. Inaczej mówiąc, IR odnoszą się do komunikacji między spółką publiczną a środowiskiem inwestorskim i opiniotwórczym<sup>41</sup>, czytelnego oraz wiarygodnego przedstawiania informacji o przedsiębiorstwie<sup>42</sup> bądź podejmowania działań mających na celu zagwarantowanie, że akcje spółki osiągną należyłą cenę rynkową<sup>43</sup>.

Nacisk na podstawowe cele i pożądane rezultaty prowadzenia określonej polityki informacyjnej spółek publicznych w obszarze relacji inwestorskich, zorientowane wokół wartości rynkowej przedsiębiorstwa, kładzie także najstarsze stowarzyszenie zawodowe zrzeszające specjalistów z tej dziedziny – amerykański National Investor Relations Institute (NIRI). Określa on relacje inwestorskie jako składnik zarządzania strategicznego obejmujący finanse, komunikację, marketing i przestrzeganie prawa obrotu papierami wartościowymi, umożliwiającą efektywną komunikację między spółką, społecznością inwestorską i pozostałymi zainteresowanymi stronami, a w rezultacie przyczyniającą się do rzetelnej wyceny papierów wartościowych przez rynek<sup>44</sup>. Nie bez racji w literaturze przedmiotu prezentowane są poglądy przypisujące polityce informacyjnej i relacjom inwestorskim odpowiedzialność za zarządzanie wartością rynkową spółki giełdowej<sup>45</sup>. Prawdopodobnie, wiarygodnie i skutecznie poinformowani inwestorzy oczekują bowiem niższej premii za ryzyko, co bezpośrednio może przełożyć się na cenę rynkową akcji. Podobnie zakres i rzetelność prezentowanych informacji przez spółkę może wręcz wpłynąć na wzrost zainteresowania nią ze strony analityków i mediów, a idąc dalej – zwiększenie płynności czy udziału inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie. W rezultacie przyczynić się także do wzrostu wartości rynkowej. Warto przy okazji wspomnieć, że w literaturze przedmiotu zauważa się, iż relacje te nie są w pełni jednoznaczne i w głównej mierze

39 D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie: ewolucja, funkcjonowanie, wyzwania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011, s. 17; D.A. Niedziółka, *Relacje inwestorskie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 2–4.

40 C. Marston, *The Organization of the Investor Relations Functioning by Large UK Quoted Companies*, „Omega” 1996, vol. 24, no. 4.

41 T. Czerwińska, *Relacje inwestorskie w spółkach notowanych na GPW w Warszawie*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego. Inwestycje i Nieruchomości” 2004, nr 1, s. 233; D.A. Niedziółka, *op. cit.*, s. 8.

42 P. Usarkiewicz, *Relacje inwestorskie – klasyfikacja instrumentów w zależności od adresatów*, „Problemy Zarządzania” 2003, nr 1, s. 113.

43 F.P. Seitel, *Public relations w praktyce*, tłum. M. Albigowski, J.F. Dąbrowski, A. Świąch, Felberg SJA, Warszawa 2003, s. 504.

44 Zob. National Investor Relations Institute, *Definition of Investor Relations*, <https://www.niri.org/about-niri> (dostęp: 1.08.2019).

45 T. Ryan, C. Jacobs, N. Hoboken, *Using Investor Relations to Maximize Equity Valuation*, John Wiley & Sons, New York 2005, s. 87–98; B.W. Marcus, S.L. Wallace, *New Dimensions in Investor Relations: Competing for Capital in the 21st Century*, John Wiley & Sons, New York 1997, s. 1.

zależą od formy ujawnianych informacji<sup>46</sup>. Spółki publiczne powinny jednak zabiegać o jak najwyższą jakość i skuteczność komunikacji z inwestorami zainteresowanymi otrzymywaniem konkretnych, specjalistycznych informacji dotyczących wyników, planów oraz działalności spółki. Natomiast do posunięć w zakresie polityki informacyjnej spółki publicznej w obszarze relacji inwestorskich należy zaliczyć przede wszystkim<sup>47</sup>:

- 1) przygotowywanie i prezentowanie informacji oraz danych zgodnie z jej obowiązkami informacyjnymi (raporty bieżące i okresowe, regulacje prawne, dokumenty korporacyjne);
- 2) organizowanie spotkań z interesariuszami;
- 3) opracowywanie i przedstawianie różnego rodzaju analiz, materiałów i prezentacji o standingu finansowym, strategii działania, zarządzania czy zasadach ładu korporacyjnego;
- 4) opracowywanie publikacji dla mediów, portali internetowych, a także własnej strony internetowej (w zakładce „relacje inwestorskie”);
- 5) prowadzenie dwukierunkowej komunikacji z interesariuszami.

Jak wskazuje Andrzej Szablewski, skuteczny program informacyjny spółki powinien zawierać m.in.<sup>48</sup>:

- a) informacje ze sprawozdań finansowych (w tym jej wyniki finansowe),
- b) charakterystyki członków kadry zarządzającej (wiedza i doświadczenie menedżerów),
- c) analizy planów i strategii (pozycja strategiczna, cele strategiczne i operacyjne).

Działania z zakresu polityki informacyjnej spółek publicznych nabierają szczególnej rangi w dynamicznie zmieniającym się w ostatnich latach otoczeniu rynkowym i w obliczu konkurencji na rynku kapitałowym. Informacja, traktowana jako wiedza niezbędna do zrealizowania celów organizacji, wymusza na każdym przedsiębiorstwie konieczność prowadzenia określonej polityki informacyjnej, mieszczącej się w obszarze dysponowania efektywnym i kompleksowym systemem generującym najużyteczniejszą informację powiązaną z działaniami oraz celami danego podmiotu gospodarczego<sup>49</sup>. Informacje stanowią bowiem dla różnych

46 C. Botosan, M. Plumlee, *A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital*, „Journal of Accounting Research” 2002, vol. 40, no. 1; B. Bushee, C. Noe, *Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility*, „Journal of Accounting Research” 2000, vol. 38, supp.; M. Lang, R. Lundholm, *Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures*, „Journal of Accounting Research” 1993, vol. 31, no. 2; D. Diamond, W. Verrecchia, *Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital*, „The Journal of Finance” 1991, vol. 46, no. 4; T. Rawicki, *Tworzenie wartości dla akcjonariuszy przez relacje inwestorskie*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2011, nr 4, s. 73.

47 S. Bragg, *The Investor Relations Guidebook*, Accounting Tools, Bozeman 2017, s. 72.

48 A. Szablewski, *Zarządzanie wartością firmy. Istota i kierunki ewolucji*, [w:] idem (red.), *Strategie wzrostu wartości firmy. Studium przypadków*, Poltext, Warszawa 2000, s. 32–33.

49 M. Sierpińska, *System raportowania wyników w controllingu operacyjnym*, Vizja Press & It, Warszawa 2007, s. 10.

grup interesariuszy, zgodnie z ich potrzebami informacyjnymi i celami, jakie zamierzają osiągnąć, źródło wiedzy o działalności przedsiębiorstwa. Odpowiednio prowadzona polityka informacyjna sprzyja nie tylko budowaniu tożsamości wśród pracowników, ale przede wszystkim przyczynia się do kreowania wizerunku przedsiębiorstwa w jego otoczeniu.

### 3.3. Cechy jakościowe wyników finansowych spółek giełdowych

Spółka giełdowa, chcąc stworzyć, utrzymać bądź wzbogacić relacje z otoczeniem rynkowym, musi przede wszystkim wziąć pod uwagę jakość komunikacji zewnętrznej (z inwestorami, multiplikatorami<sup>50</sup>, pozostałymi interesariuszami) i wewnętrznej (z pracownikami, radą nadzorczą itd.). Spośród głównych zasad dotyczących przekazywanych otoczeniu biznesowemu przez spółkę komunikatów wymienia się poza aktualnością informacji także ich przydatność, zrozumiałość, wiarygodność, porównywalność, przetwarzalność, wystandaryzowanie i odpowiedni czas przekazania i pozyskania<sup>51</sup>. Aktualność informacji finansowych publikowanych przez spółkę giełdową stwarza sposobność nie tylko pełnej i rzetelnej oceny jej sytuacji finansowej, ale przede wszystkim ułatwia podejmowanie określonych decyzji inwestycyjnych. Na rynku kapitałowym dąży się do możliwie pełnej transparentności informacyjnej dotyczącej przedsiębiorstw, skupionej wokół swobody dostępu do wiarygodnych i bieżących informacji charakteryzujących się dostępnością, kompletnością, istotnością, wysoką jakością i wiarygodnością<sup>52</sup>.

Odnosząc się do polskich regulacji prawnych, należy zaznaczyć, że zgodnie z rozporządzeniem ministra finansów<sup>53</sup> raporty spółek powinny być sporządzane w sposób autentyczny, rzetelny i kompletny oraz umożliwiający inwestorom ocenę wpływu przekazywanych informacji na sytuację majątkową, finansową i wyniki danej spółki. Nawet gdy specyfika zdarzenia, którego dotyczy dany raport wymaga podania dodatkowych informacji gwarantujących prawdziwy, rzetelny i kompletny jego obraz, spółka bezwzględnie powinna te dane zamieścić.

50 Do tzw. multiplikatorów zalicza się m.in. media, dziennikarzy, potencjalnych inwestorów, ekspertów, doradców inwestycyjnych, agencje ratingowe itp.

51 D. Dziawgo, *Relacje...*, s. 93.

52 K. Postrach, *Transparentność informacyjna przedsiębiorstwa jako element kształtujący jego wartość*, [w:] E. Urbańczyk (red.), *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju*, Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2003, s. 961.

53 Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 29 marca 2018 r..., art. 3, pkt 1–4.

Dowodem wysokiej dbałości o jakość informacyjną prezentowanych wiadomości są opracowane przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW*<sup>54</sup>, podkreślające rolę i znaczenie umacniania transparentności spółek giełdowych, poprawy jakości ich komunikacji z inwestorami, wzmocnienia ochrony praw akcjonariuszy, także w kwestiach nieregulowanych przez prawo, a przy tym niestwarzania dla nich obciążeń nierównoważonych korzyściami wynikającymi z potrzeb rynku. Maria Sierpińska zwraca także uwagę na ekonomiczność<sup>55</sup> przekazywanej informacji, adekwatność jej prezentacji czy nastawienie na odbiorcę danego komunikatu<sup>56</sup>. Zakres ujawnianych danych zależy jednak głównie od stanowiska podejmujących określone decyzje w zakresie polityki informacyjnej zarządów spółek giełdowych.

Przedstawione cechy informacji związanych z relacjami spółki giełdowej z otoczeniem rynkowym nawiązują do cech jakościowych sprawozdań finansowych usankcjonowanych prawnie. Wprawdzie ustawa o rachunkowości nie wyszczególnia wprost cech jakościowych informacji sprawozdawczych, podkreśla jednakże to, że jednostki zobligowane są do stosowania przyjętych zasad rachunkowości, rzetelnie i jednoznacznie przedstawiając sytuację majątkową oraz finansową i wynik finansowy jednostki<sup>57</sup>.

Precyzyjne wskazanie konkretnych cech jakościowych informacji pojawiło się w opracowanych w 1989 roku przez amerykańską Radę Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (International Accounting Standards Board, IASB) *Założeniach koncepcyjnych sporządzania i prezentacji sprawozdań finansowych (Framework for the preparation and presentation of financial statements)*<sup>58</sup>. Wskazano wówczas na cztery kluczowe cechy jakościowe sprawozdań finansowych, zdefiniowane jako właściwości sprawiające, że zawarte w tych sprawozdaniach informacje stają się użyteczne dla odbiorców:

- a) zrozumiałość (*understandability*),
- b) przydatność (*relevance*),
- c) wiarygodność (*reliability*),
- d) porównywalność (*comparability*) (zob. rys. 3.3).

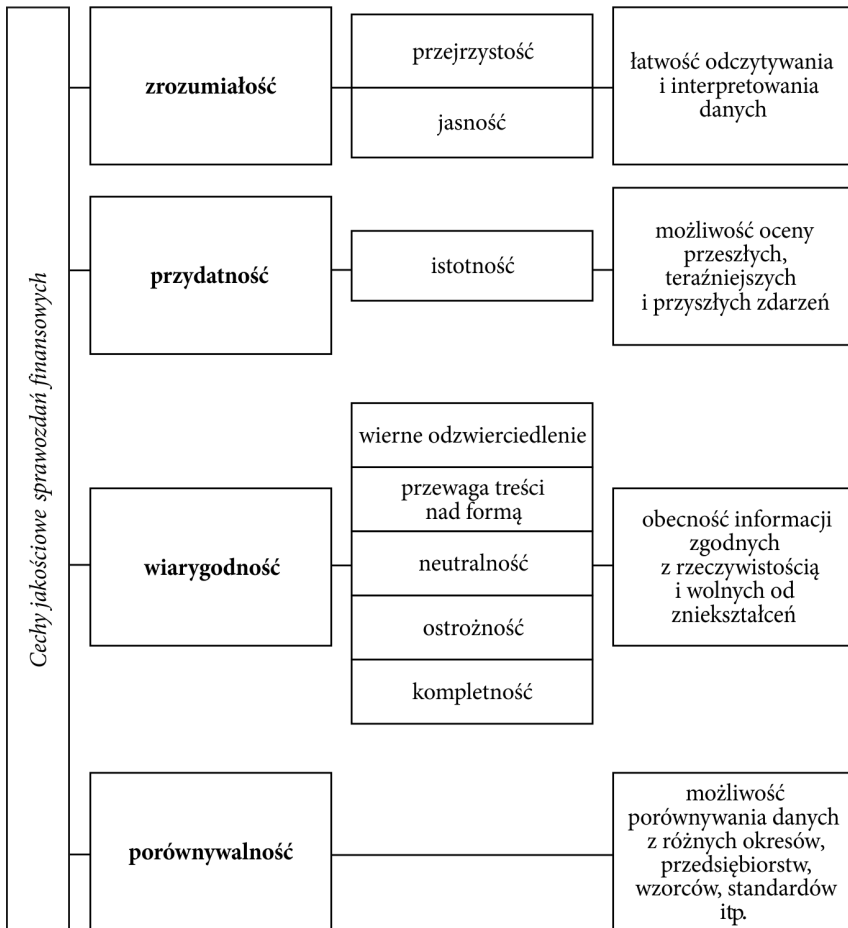
54 *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW 2016*, 2016, [https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/GPW\\_1015\\_17\\_DOBRE\\_PRAKTYKI\\_v2.pdf](https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/GPW_1015_17_DOBRE_PRAKTYKI_v2.pdf) (dostęp: 1.08.2019).

55 Ekonomiczność oznacza, że raport powinien obejmować wyłącznie niezbędne z punktu widzenia podejmowania decyzji inwestycyjnych informacje, a także uwzględniać relację między kosztem ich pozyskania a potencjalnymi korzyściami wynikającymi z ich użycia. Por. M. Sierpińska, *System...*, s. 53–56.

56 *Ibidem*.

57 Ustawa z dnia 29 września 1994 r..., art. 4, ust. 1.

58 International Accounting Standards Board, *International Financial Reporting Standards (IFRSs)*, IASB, London 1989.



**Rysunek 3.3.** Najważniejsze cechy jakościowe informacji w sprawozdaniach finansowych

**Źródło:** opracowanie własne za: G. Świdarska, W. Więctaw, *Sprawozdanie finansowe według polskich i międzynarodowych standardów rachunkowości*, Wydawnictwo Difin 2012, s. 2.7–2.11; A. Sokół i in., *Analiza sprawozdań finansowych: wybrane zagadnienia*, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 19–22; W. Baran, *System informacyjny rachunkowości w kształtowaniu wiarygodności informacji finansowej*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej w Katowicach” 2006, s. 13–14.

Uważa się nawet, że cechy te należą do jednych z najważniejszych kwestii spośród wszystkich założeń Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej<sup>59</sup>.

W 2010 roku, po zakończeniu pierwszej fazy wspólnego projektu mającego na celu opracowanie nowych ram koncepcyjnych dla MSSF i GAAP, dotyczącej głównie celów oraz cech jakościowych informacji w sprawozdaniach finansowych, IASB wskazała z kolei na dwie zasadnicze cechy jakościowe informacji (*fundamental qualitative*

59 B. Micherda, *Problemy wiarygodności sprawozdania finansowego*, Difin, Warszawa 2006, s. 14.

*characteristics*): przydatność (albo istotność) oraz wierne odzwierciedlenie (*faithful representation*), a także pożądane cechy dodatkowe wzmacniające użyteczność informacji finansowej (*enhancing qualitative characteristics*): porównywalność, zrozumiałość, weryfikowalność (*verifiability*) i terminowość (*timeliness*) (zob. tab. 3.3).

**Tabela 3.3.** Ewolucja cech jakościowych sprawozdań finansowych w regulacjach Rady Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (IASB)

1989 rok				
cechy sprawozdań finansowych	zrozumiałość (przejrzystość, jasność)	przydatność (istotność)	wiarygodność, w tym: <ul style="list-style-type: none"> <li>• wierne odzwierciedlenie</li> <li>• przewaga treści nad formą</li> <li>• neutralność</li> <li>• ostrożność</li> <li>• kompletność</li> </ul>	porównywalność
2010 rok				
cechy fundamentalne	przydatność (istotność)		wierne odzwierciedlenie, w tym: <ul style="list-style-type: none"> <li>• kompletność</li> <li>• neutralność</li> <li>• brak istotnych błędów</li> </ul>	
cechy wzmacniające jakość informacji	porównywalność	weryfikowalność (sprawdzalność)	terminowość	zrozumiałość
2018 rok				
cechy fundamentalne	przydatność (istotność)		wierne odzwierciedlenie, w tym: <ul style="list-style-type: none"> <li>• kompletność</li> <li>• neutralność</li> <li>• brak istotnych błędów</li> </ul>	
cechy wzmacniające jakość informacji	porównywalność	weryfikowalność (sprawdzalność)	terminowość	zrozumiałość
	ostrożność wspierająca neutralność		niepewność pomiaru determinująca wierne odzwierciedlenie	

**Źródło:** opracowanie własne za: International Accounting Standards Board, *International Financial Reporting Standards (IFRSs)*, IASB, London 1989, rozdz. IV; International Accounting Standards Board, *The Conceptual Framework for Financial Reporting*, IFRS Foundation, London 2010, rozdz. IV; International Accounting Standards Board, *The Conceptual Framework for Financial Reporting*, IFRS Foundation, London 2018, rozdz. IV<sup>60</sup>.

60 International Accounting Standards Board, *International Financial Reporting Standards...*; eadem, *The Conceptual Framework for Financial Reporting*, IFRS Foundation, London 2010; eadem, *The Conceptual Framework for Financial Reporting*, IFRS Foundation, London 2018.

W rezultacie wierne odzwierciedlenie zastąpione zostało wiarygodnością, która objęła takie cechy jak kompletność (*completeness*), neutralność (*neutrality*) i brak błędów (*free from error*). Zrezygnowano natomiast z przewagi treści nad formą (*substance over form*) i ostrożności (*prudence*), uznając, że są one w konflikcie z neutralnością. W marcu 2018 roku IASB opublikowała nowe założenia koncepcyjne, w których co do kluczowych cech jakościowych nie dokonano zmian, wprowadzono jednakże ponownie cechę ostrożności jako w niewątpliwy sposób wspierającą neutralność informacji. Zdefiniowano ponadto pojęcie niepewności pomiaru (*measurement uncertainty*) przy ocenie przydatności informacji finansowych jako czynnika mającego wpływ na wierne odzwierciedlenie obrazu jednostki.

Informacje zawarte w sprawozdaniach finansowych są ważne wówczas, gdy mogą wpływać na decyzje podejmowane przez użytkowników tych sprawozdań. Jest to możliwe, jeśli informacja finansowa ma wartość prognostyczną (*predictive value*), potwierdzającą (*confirmatory value*) lub obie równocześnie. Wartość prognostyczna informacji oznacza możliwość wykorzystywania jej do przewidywania przyszłych wyników jednostki. Informacja nie musi być w ścisłym sensie prognozą, by mieć wartość prognostyczną. Wartość potwierdzająca wiąże się z informacją zwrotną uprzednio dokonanych ocen i szacunków, czyli dotyczy uwierzytelnienia lub zmiany wcześniejszych założeń. W wielu wypadkach cechy te występują łącznie, tzn. informacja mająca cechy prognostyczne jest jednocześnie swego rodzaju informacją zwrotną w sytuacji porównywania jej z rzeczywistymi danymi finansowymi jednostki. Podsumowując, informacja jest zatem istotna, gdy jej pominięcie, zatajenie, zniekształcenie lub opóźnienie może wpłynąć na decyzje użytkowników konkretnego przedsiębiorstwa.

Informacje finansowe spółki giełdowej powinny także wierne odzwierciedlać treść tego, co mają obrazować i w możliwie maksymalnym zakresie być kompletne (zawierać wszystkie ważne szczegóły określonej transakcji lub zdarzenia), neutralne (pozbawione stronniczości w doborze i prezentacji treści) oraz wolne od błędów. Wzrost przydatności (użyteczności) informacji wzmacnia jej porównywalność z podobnymi jej danymi prezentowanymi za kolejny okres lub inny termin (porównania w czasie), ale przede wszystkim z informacjami ujawnianymi przez inne jednostki (porównania w przestrzeni). Porównywalność informacji finansowych, zarówno w wymiarze wewnętrznym, jak i zewnętrznym, ułatwia bowiem beneficjentom sprawozdań finansowych przeprowadzenie wnikliwszych analiz oraz trafniejszą ocenę sytuacji jednostki na tle innych podmiotów. Agregacja, sposób przedstawiania czy też okresy raportowania informacji mogą, a wręcz powinny, różnić się nieco w zależności od wewnętrznych potrzeb i uwarunkowań działalności danej spółki giełdowej<sup>61</sup>.

Weryfikowalność (sprawdzalność) informacji finansowej wiąże się z zapewnieniem wiernego odzwierciedlenia zjawisk ekonomiczno-finansowych dla różnych

61 A. Jurewicz, E. Walińska, *Jakość informacji finansowej generowanej przez system rachunkowości*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2008, t. 44, nr 100, s. 108–109.

grup użytkowników dysponujących zróżnicowaną wiedzą i doświadczeniem, zazwyczaj przez ujawnienie podstawowych założeń, metod gromadzenia informacji oraz pozostałych czynników i okoliczności związanych z generowaną informacją. Ważną cechą jest również zrozumiałe klasyfikowanie, charakteryzowanie i prezentowanie informacji w sposób jasny, zwięzły i konkretny. Zgodnie z założeniami koncepcyjnymi IASB<sup>62</sup> sprawozdania finansowe generowane są dla beneficjentów dysponujących dostateczną wiedzą o działalności gospodarczej i starannie przeglądających oraz analizujących informacje o jednostce.

Informacje te powinny być również terminowe, czyli mówiąc krótko, sprawozdanie finansowe spółki giełdowej należy sporządzić, zatwierdzić i złożyć w przewidzianych prawem terminach. Terminowość prezentowanych przez spółkę informacji oznacza, że są one dostępne dla użytkowników w czasie, w jakim mają oni możliwość wykorzystania ich do podejmowania decyzji. Im bardziej archiwalne dane, tym mniejsza jest ich użyteczność, ale w niektórych wypadkach one mogą posłużyć do identyfikowania i przewidywania długoterminowych trendów.

Dodatkową cechą jakościową, zaakcentowaną ponownie przez IASB w 2018 roku, jest ostrożność nakazująca wyceniać zasoby majątkowe i kapitał jednostki tak, by nie powodować zniekształcenia wyniku finansowego. Ostrożność oznacza zatem uwzględnienie w określonym stopniu przezroczności przy dokonywaniu ocen i szacunków, co nie oznacza stwarzania ukrytych lub nadmiernych rezerw, będących rezultatem zaniżania bądź zawyżania kosztów lub zobowiązań spółki. Ostrożność wiąże się z problemem niepewności pomiaru towarzyszącej pewnym zdarzeniom ekonomiczno-finansowym. Niepewność ta nie kwestionuje przydatności informacji, jednakże w niektórych wypadkach najważniejsze dane mogą cechować się tak wysokim stopniem niepewności pomiaru, że użyteczną informacją będzie ta nieco mniej istotna, ale za to bardziej pewna.

W tym nurcie rozważań warto zwrócić uwagę na fakt, że między kluczowymi cechami jakościowymi informacji wypływających ze sprawozdań finansowych zachodzi swego rodzaju sprzeczność. Niekiedy najbardziej wiarygodne z nich, chociażby oparte na koszcie historycznym, niekoniecznie są przydatne dla beneficjentów sprawozdań finansowych zainteresowanych na przykład predykcją korzyści finansowych bazujących na przepływach pieniężnych. Wypełnienie określonych wymogów terminowości dostarczania informacji może z jednej strony niekorzystnie wpływać na ich wiarygodność, z drugiej zaś opóźnianie prezentacji danych, mimo zwiększenia ich wiarygodności, może spowodować zmniejszenie się ich istotności, przydatności dla użytkowników sprawozdań finansowych. Przyjmując za Wienandem Schruffem, informacja ma dla odbiorcy wartość tylko wówczas, gdy może być uznana za wiarygodną, inaczej mówiąc, obiektywną i wolną od dowolności<sup>63</sup>.

62 International Accounting Standards Board, *The Conceptual Framework...* 2010, s. A37.

63 W. Schruff, *Sprawozdawczość według MSSF – między prognozą przepływów pieniężnych a rozliczeniem się zarządu z powierzonych środków*, b. tłum., „Rachunkowość” 2012, nr 3, s. 19–21.



Kolejną sprzecznością, na którą w 2013 roku zwróciła uwagę Komisja Europejska<sup>64</sup>, jest obligowanie spółek publicznych do częstszego niż roczne raportowania (np. kwartalnego, związanego z krótkoterminowym podejściem do inwestycji) w powiązaniu z użytecznością informacji płynących ze sprawozdań finansowych w podejmowaniu długoterminowych decyzji inwestycyjnych. Zgodnie z raportem Komisji dotyczącym zrównoważonych finansów<sup>65</sup> kwartalne raportowanie finansowe wymaga ciągłego kierowania i zarządzania pod kątem krótkoterminowych wyników, potencjalnie kosztem długoterminowej perspektywy, co stanowi wyraźną przeszkodę w promowaniu zrównoważonych, długoterminowych inwestycji. Rosnąca presja na spółki w sprawie częstego zgłaszania zarówno wyników finansowych, jak i niefinansowych prowadzi do tego, że niektórzy menedżerowie mogą mieć poczucie rozdarcia między koniecznością zaspokojenia zapotrzebowania na długoterminowe inwestycje a naciskiem rynku finansowego na krótkoterminowe zyski. Część menedżerów opisuje tę sytuację jako „dwa przemówienia w kieszeni” (*two speeches in their pocket*). Jeden przekaz przeznaczony jest dla analityków giełdowych, skoncentrowanych na wynikach finansowych w bieżącym kwartale, drugi z kolei dla szerszego grona odbiorców i decydentów (np. podczas Światowego Forum Ekonomicznego), w celu omówienia zbudowania długoterminowej wartości spółki oraz jej wkładu w zrównoważony rozwój.

Dodatkowym ważnym aspektem, postrzeganym co prawda nie jako cecha jakościowa informacji, ale pewne ograniczenie, jest nierównowaga między korzyściami wynikającymi z dysponowania określoną wiadomością a kosztami jej generowania bądź pozyskania. Koszty te można traktować jako naturalne ograniczenie w zdobywaniu informacji, dlatego też bardzo ważne jest, by były one uzasadnione korzyściami płynącymi z ich raportowania. Zgodnie z teorią agencji (*agency theory*), akcentującą rozbieżność interesów akcjonariuszy (pryncypała, zwierzchnika, przełożonego, mocodawcy – *principal*) i menedżerów (agenta, podwładnego – *agent*), występuje nierównowaga w zakresie informacji na temat dokonań spółki giełdowej<sup>66</sup>.

64 Por. przyp. 29.

65 Raport przejściowy z lipca 2017 roku, przygotowany przez grupę ekspertów ds. zrównoważonych finansów zob. Transparency requirements for listed companies, 2018, [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/transparency-requirements-listed-companies\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/transparency-requirements-listed-companies_en) (dostęp: 1.08.2019).

66 Szerzej o teoriach agencji i asymetrii informacji zob. M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, vol. 3, no. 4; K.M. Eisenhardt, *Agency Theory: An Assessment and Review*, „The Academy of Management Review” 1989, vol. 14, no. 1; B.C. Greenwald, J.E. Stiglitz, *Asymmetric Information and the New Theory of the Firm: Financial Constraints and Risk Behavior*, „The American Economic Review” 1990, vol. 80, no. 2; D.J. Denis, A. Sarin, *Agency Theory and the Influence of Equity Ownership Structure on Corporate Diversification Strategies*, „Strategic Management Journal” 1999, vol. 20, no. 11; M.C. Jensen, *Self-interest, Altruism, Incentives and Agency Theory*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1994, vol. 7, no. 2; L. Heracleous, L.L. Lan, *Agency Theory, Institutional Sensitivity, and Inductive Reasoning: Towards Alegal*

Ujawnianie wszystkich informacji w sprawozdaniu finansowym nie jest po pierwsze możliwe, po drugie w pełni zasadne, gdyż innym celem służy rachunkowość finansowa, a innym – zarządcza. Mimo że w założeniach rachunkowości finansowej tkwi przekonanie, iż system sprawozdawczy ma dostarczać najważniejszych dla użytkowników sprawozdań informacji w sposób wiarygodny i w odpowiednim czasie, w obliczu teorii agencji jest to praktycznie nie do zrealizowania. Koszty agencji (*agency costs*), rozumiane jako koszty będące następstwem zaistnienia stosunku agencji<sup>67</sup>, sprawiają, że zjawisko asymetrii informacji i tak będzie obecne.

Trwałą podstawę wzrostu wartości rynkowej spółki akcyjnej tworzy wysoka efektywność ekonomiczna jej działania utożsamiana z generowaniem dodatknych wyników finansowych<sup>68</sup>. Mimo że mogą być one różnie mierzone i oceniane, zgodnie z teorią sygnalizacji, po raz pierwszy zaprezentowaną przez Michaela Spence'a w 1973 roku<sup>69</sup>, menedżerowie w zamierzony sposób mogą przekazywać otoczeniu sygnały dotyczące przyszłości jednostki, wskazując na optymistyczne perspektywy jej rozwoju bądź obawy z nim związane. Na przykład dla inwestorów giełdowych decyzja zarządu spółki w sprawie wysokości dywidendy stanowi sygnał odnoszący się do przewidywanych zysków przedsiębiorstwa<sup>70</sup>.

Z uwagi na różnorodne zasady pojmowania i liczenia wyniku finansowego, jak również względnie zróżnicowane oczekiwania co do jego treści ekonomiczno-finansowej

---

*Perspective*, „Journal of Management Studies” 2002, vol. 49, no. 1; eidem, *Rethinking Agency Theory: The View from Law*, „Academy of Management Review” 2010, vol. 35, no. 2; S. Rudolf i in., *Efektowny nadzór korporacyjny. Teoria praktyka*, PWE, Warszawa 2002; N.C. Saam, *Asymmetry in Information versus Asymmetry in Power: Implicit Assumptions of Agency Theory?*, „The Journal of Socio-Economics” 2007, vol. 36, no. 6; J. Kim, J.T. Mahoney, *Property Rights Theory, Transaction Costs Theory, and Agency Theory: An Organisational Economics Approach to Strategic Management*, „Managerial and Decision Economics” 2009, vol. 26, no. 4.

67 Jensen i Meckling za koszty agencji przyjęli sumę czterech elementów: 1) kosztów formułowania i administrowania kontraktami między pryncypałem (*principal*) a agentem (*agent*); 2) wydatków pryncypała na monitorowanie działań agenta (*monitoring costs*); 3) wydatków mających na celu zapewnienie podejmowania przez agenta decyzji zgodnych z postanowieniami kontraktów (*bonding costs*); 4) utraconych korzyści spowodowanych optymalną, choć niedoskonałą realizacją kontraktów (*residual loss*). Por. M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Specific and General Knowledge and Organizational Structure*, [in:] M.C. Jensen (ed.), *Foundations of Organizational Strategy*, Harvard University Press, Cambridge 2001, s. 261–262.

68 M. Ezzamel, H. Willmott, F. Worthington, *Manufacturing Shareholder Value: The Role of Accounting in Organizational Transformation*, „Accounting, Organizations and Society” 2008, vol. 33, no. 2–3; P. Gleadle, N. Cornelius, *A Case Study of Financialization and EVA®*, „Critical Perspectives of Accounting” 2008, vol. 19, no. 8; K. Kraus, J. Lind, *The Impact of the Corporate Balanced Scorecard on Corporate Control – A Research Note*, „Management Accounting Research” 2010, vol. 21, no. 4.

69 M.A. Spence, *Job Market Signaling*, „The Quarterly Journal of Economics” 1973, vol. 87, no. 3; idem, *Market Signaling*, Cambridge 1974, s. 20–105.

70 E.F. Brigham, *Podstawy zarządzania finansami*, tłum. M. Dyk i in., PWE, Warszawa 1996, s. 226–227.

z punktu widzenia użytkowników tej informacji, nie ustalono jak dotąd jednoznacznej i ogólnie przyjętej definicji jakości informacyjnej tego wyniku. Podejmowane w literaturze przedmiotu próby dookreślenia jakości wyniku finansowego, jak zauważają Gierusz i Gawrońska, koncentrowały się dotychczas na dwóch jego cechach<sup>71</sup>: zdolności do generowania przepływów pieniężnych oraz trwałości, przewidywalności. Autorzy dodają jednak, że jakość wyniku finansowego należy postrzegać w czterech kluczowych perspektywach: płynności, realności, stabilności i decyzyjności.

Określenie jakości wyniku finansowego formułowane jest przez niektórych autorów wąsko jako wiarygodność tzw. różnic memoriałowych (*total accruals*)<sup>72</sup>, ujmowanych jako różnica między zyskiem netto a przepływami pieniężnymi netto z działalności operacyjnej, gdzie wyraźne dodatnie odchylenia wskazują na niską jakość tego wyniku. Różnice memoriałowe, stanowiące o dostosowaniu wartości poszczególnych pozycji korekt zysku netto w celu „wygenerowania” odpowiedniego poziomu zysku, są przykładem zarządzania zyskiem (*earnings management*)<sup>73</sup>. Inni autorzy, oceniając jakość wyniku finansowego, koncentrowali się głównie na odpowiedzialności, ważności zysku (*relevance*), zwracając uwagę na ocenę jego zmienności w czasie, szczególnie pod kątem utrzymania w przyszłości<sup>74</sup>, a także wpływania na wycenę rynkową spółki<sup>75</sup>. Katherine Schipper i Linda Vincent w teoretycznym podejściu do jakości wyników finansowych, rozumianych jako miernik korespondujący ze zmianami wartości aktywów netto innych niż transakcje z właścicielami (czyli inaczej mówiąc, z wynikiem całkowitym), wyróżniają sześć głównych obszarów oceny jakości wyniku finansowego:

- 1) trwałość (tymczasowość, losowość, powtarzalność itp.),
- 2) zmienność w czasie (stałość, stabilność, zakres odchyżeń itp.),
- 3) decyzyjność (istotność, użyteczność, przydatność itp.),
- 4) ważność (w relacji do miar rentowności, cen akcji, stóp zwrotu, wartości rynkowej itp.),
- 5) zdolność predykcyjną (przewidywanie/prognozowanie przyszłych wyników finansowych, przepływów pieniężnych itp.),
- 6) rezultat zarządzania wynikiem finansowym, głównie przy wykorzystaniu uznaniowych międzyokresowych rozliczeń pieniężnych (*accrual quality*)<sup>76</sup>.

71 J. Gierusz, J. Gawrońska, *Ewolucja pojęcia wyniku finansowego a pomiar jego jakości*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2012, t. 66, nr 122, s. 38.

72 P. Dechow, I. Dichev, *The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors*, „The Accounting Review” 2002, vol. 77, supp.; J. Francis et al., *The Market Pricing of Accruals Quality*, „Journal of Accounting and Economics” 2005, vol. 39, no. 2.

73 S. Roychowdhury, *Earnings Management through Real Activities Manipulation*, „Journal of Accounting and Economics” 2006, vol. 42, no. 3.

74 S. Richardson, *Earnings Quality and Short Sellers*, „Accounting Horizons” 2003, vol. 17, supp.

75 S. Balsam, J. Krishnan, J.S. Yang, *Auditor Industry Specialization and Earnings Quality*, „Auditing” 2003, vol. 22, no. 2.

76 K. Schipper, L. Vincent, *Earnings Quality*, „Accounting Horizons” 2003, vol. 17, supp.

Wysoka jakość w obszarze wiarygodności dla celów decyzyjnych użytkowników raportów finansowych mieści się w kategorii pozbawionego zniekształceń wiernego i rzetelnego wizerunku spółki, zaprezentowanego w sprawozdawczości finansowej, którego wymiernym przejawem może być ocena<sup>77</sup>:

- trwałości wyniku finansowego;
- zmienności wyniku finansowego w czasie;
- istotności decyzyjnej wyniku finansowego dla użytkowników sprawozdań finansowych;
- możliwego wpływu wyniku finansowego na efektywność ekonomiczną;
- możliwego oddziaływania wyniku finansowego na kształtowanie wartości rynkowej;
- wartości predykcyjnej wyniku finansowego, w szczególności pod kątem generowania przyszłych wyników finansowych i przepływów pieniężnych.

Wymienione wyżej aspekty są przedmiotem badań empirycznych zaprezentowanych w kolejnych rozdziałach pracy.

### **3.4. Podstawy prawne a praktyka stosowania Międzynarodowych Standardów Rachunkowości w Polsce**

Zakres obowiązywania międzynarodowych regulacji dotyczących sprawozdawczości finansowej jest odmienny w różnych krajach. Wiele z nich przyjęło MSR jako krajowy standard rachunkowości, natomiast w Polsce w pierwszej kolejności obowiązuje ustawa o rachunkowości<sup>78</sup>, zaś w razie braku uregulowań można w następnej kolejności kierować się normalizacjami międzynarodowymi.

Jako członek Unii Europejskiej Polska podlega prawodawstwu unijnemu, także w odniesieniu do Międzynarodowych Standardów Rachunkowości. W związku z tym na mocy ustawy z 2004 roku o zmianie ustawy o rachunkowości i o zmianie ustawy o biegłych rewidentach i ich samorządzie<sup>79</sup>, dostosowano polskie prawo bilansowe do rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady z 2002 roku w sprawie stosowania MSR<sup>80</sup>. Zgodnie z nim kraje członkowskie zostały upoważnione

77 Te sześć wymiarów oceny jakości wyniku całkowitego poddano empirycznej analizie, a jej wyniki zaprezentowano w dalszej części opracowania.

78 Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. Nr 121, poz. 591, z późn. zm.

79 Ustawa z dnia 27 sierpnia 2004 r. o zmianie ustawy o rachunkowości oraz o zmianie ustawy o biegłych rewidentach i ich samorządzie, Dz.U. Nr 213, poz. 2155.

80 Rozporządzenie (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 19 lipca 2002 r. w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości, Dz.U. UE L 243 z 11.09.2002.

do wskazania konkretnych jednostek obligatoryjnie bądź dobrowolnie mających stosować przepisy Międzynarodowych Standardów Rachunkowości w odniesieniu do sporządzania sprawozdań finansowych.

Zgodnie z ustawą o rachunkowości bezwzględny obowiązek stosowania MSR w sprawozdawczości finansowej w Polsce mają wyłącznie emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu na jednym z rynków regulowanych krajów Europejskiego Obszaru Gospodarczego (EOG) i banki sporządzające skonsolidowane sprawozdanie finansowe<sup>81</sup>. Z kolei emitenci papierów wartościowych zamierzający ubiegać się lub ubiegający się o dopuszczenie ich do publicznego obrotu, jak również jednostki grupy kapitałowej, w której podmiot wyższego szczebla sporządza skonsolidowane sprawozdanie finansowe według Międzynarodowych Standardów Rachunkowości, mogą opracowywać sprawozdania finansowe zgodnie z regulacjami międzynarodowymi (zob. tab. 3.4).

**Tabela 3.4.** Ustawowe warunki stosowania Międzynarodowych Standardów Rachunkowości w Polsce

Podmioty	Sprawozdanie skonsolidowane		Sprawozdanie jednostkowe	
	obligatoryjne	fakultatywne	obligatoryjne	fakultatywne
1	2	3	4	5
emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na jednym z rynków regulowanych krajów EOG	X			X
emitenci papierów wartościowych ubiegający się o dopuszczenie ich do obrotu na jednym z rynków regulowanych krajów EOG		X		X
emitenci papierów wartościowych zamierzający ubiegać się o dopuszczenie ich do obrotu na jednym z rynków regulowanych krajów EOG		X		X
jednostki wchodzące w skład grupy kapitałowej, gdzie jednostka dominująca sporządza skonsolidowane sprawozdanie finansowe zgodnie z MSR		X		X

81 Ustawa z dnia 29 września 1994 r..., art. 55, ust. 5.

1	2	3	4	5
oddziały przedsiębiorcy zagranicznego, jeżeli sporządza on sprawozdanie finansowe zgodnie z MSR				X
banki	X			X

**Źródło:** opracowanie własne za: Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. Nr 121, poz. 591, z późn. zm., art. 45, 55.

Jednocześnie ustawodawca przedstawił wykaz jednostek mogących dobrowolnie sporządzać jednostkowe sprawozdania finansowe zgodnie z MSR, do których należą wymienione wyżej podmioty i oddziały przedsiębiorcy zagranicznego sporządzającego sprawozdanie finansowe zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Rachunkowości<sup>82</sup>. Jest to jedynie prawo, a nie obowiązek. Jeśli jednak jednostka skorzysta z tej możliwości, zobowiązana jest opisać ten fakt w prowadzonej polityce rachunkowości. Decyzję w tej sprawie, jak również tę o zaprzestaniu stosowania przepisów MSR w wypadku ustania okoliczności uzasadniających to stosowanie, podejmuje odpowiednio organ zatwierdzający lub organ zatwierdzający jednostki dominujące<sup>83</sup>. Pozostałe podmioty, niewymienione jako obligatoryjnie lub dobrowolnie stosujące Międzynarodowe Standardy Rachunkowości, nie mogą stosować do sporządzania sprawozdań finansowych innych przepisów niż te z ustawy o rachunkowości. Mogą one skorzystać z przepisów MSR tylko i wyłącznie w odniesieniu do kwestii nieuregulowanych przez prawo bilansowe, czyli Krajowe Standardy Rachunkowości (KSR) wydane przez Komitet Standardów Rachunkowości<sup>84</sup>.

Aktualnie w Polsce występują zatem dwa modele sprawozdawczości finansowej: międzynarodowy, właściwy dla spółek publicznych i banków, a także krajowy, stosowany przez pozostałe jednostki. Coraz więcej przedsiębiorstw zdaniem Walińskiej, korzystając z możliwości stosowania regulacji międzynarodowych, mimo konieczności ponoszenia znacznych kosztów, pokonując także problemy merytoryczne i techniczne, implementuje zasady Międzynarodowych Standardów Rachunkowości i sporządza sprawozdania zgodnie z ich wymogami<sup>85</sup>. Niewątpliwie pozwala to na zapewnienie beneficjentom tych sprawozdań ich przejrzystości i porównywalności, w tym również ze spółkami zagranicznymi.

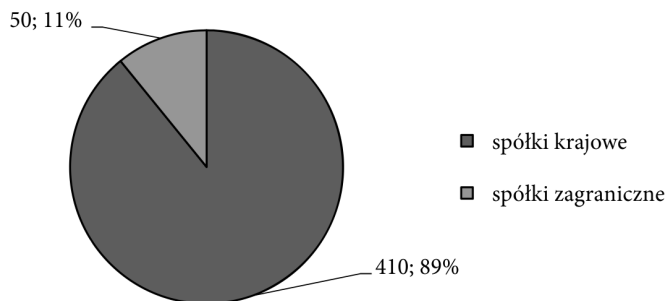
82 *Ibidem*, art. 45, ust. 1a, 1b, 1e.

83 *Ibidem*, art. 45, ust. 1c, 1d; art. 55, ust. 8.

84 Komitet Standardów Rachunkowości działa przy Ministerstwie Finansów na podstawie ustawy o rachunkowości i Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 28 listopada 2001 r. w sprawie zakresu działania i sposobu organizacji Komitetu Standardów Rachunkowości, Dz.U. Nr 140, poz. 1580.

85 E. Walińska, „Kroki milowe” w rozwoju polskiej regulacji rachunkowości w warunkach gospodarki rynkowej, [w:] I. Sobańska, P. Kabalski (red.), *Współczesne nurty badawcze w rachunkowości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 241–242.

Abstrahując od obowiązku sporządzania przez emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym w Polsce skonsolidowanych sprawozdań finansowych według MSR, warto zadać pytanie o rzeczywiste podejście tych podmiotów do prezentacji jednostkowych raportów finansowych zgodnych z Międzynarodowymi Standardami Rachunkowości, w tym sprawozdań z wyniku całkowitego. W tym celu przeprowadzono badania empiryczne wśród spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) według stanu na 1 października 2019 roku. Spośród łącznej liczby wyodrębnionych 460 spółek<sup>86</sup> notowanych na rynku podstawowym GPW szczegółowej analizie poddano krajowe spółki giełdowe, czyli podmioty z siedzibą na terytorium Polski. Z racji różnic w systemach prawnych emitenci zagraniczni podlegają innym przepisom nie tylko w zakresie regulacji korporacyjnych, przepisów podatkowych czy postępowania upadłościowego, naprawczego lub likwidacyjnego, ale także stosowanych standardów rachunkowości, w odniesieniu do których obowiązują na przykład wewnętrzne przepisy poszczególnych krajów. Przyjmując za priorytet konieczność zachowania względnej porównywalności uzyskanych wyników, wykluczono zatem wszystkie spółki zagraniczne. Podejście to nie zakłada w zasadniczy sposób wyników badań poświęconych polskiej giełdzie jako całości, gdyż blisko 90% jej podmiotów stanowią przedsiębiorstwa krajowe (zob. rys. 3.4).



**Rysunek 3.4.** Liczba i struktura spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w podziale na krajowe i zagraniczne (stan na 1 października 2019 roku)

**Źródło:** opracowanie własne.

Jako uzasadnienie ograniczenia badania do wyboru jedynie spółek krajowych, warto przywołać również zróżnicowanie sektorowe (branżowe)<sup>87</sup> między krajowymi i zagranicznymi podmiotami, które dodatkowo mogłoby zaburzyć uzyskane wyniki.

<sup>86</sup> Szczegółowa lista spółek wraz z ich pełnymi i skróconymi nazwami, a także w podziale na krajowe oraz zagraniczne zob. zał. 1.

<sup>87</sup> Pojęcie sektor (lub branża) nie ma bezpośredniego związku z Polską Klasyfikacją Działalności (PKD) ani Europejską Klasyfikacją Działalności (EKD), użyte zostało umownie, zgodnie z prezentowaną przez GPW klasyfikacją spółek. Pełna klasyfikacja sektorowa według Giełdy

**Tabela 3.5.** Międzysektorowa struktura spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych (stan na 1 października 2019 roku)

Sektor	Spółki krajowe		Spółki zagraniczne		Łącznie	
	liczba	udział w %	liczba	udział w %	liczba	udział w %
finanse	94	22,9	16	32,0	110	23,9
paliwa i energia	15	3,6	5	10,0	20	4,4
chemia i surowce	40	9,7	4	8,0	44	9,6
produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	107	26,1	5	10,0	112	24,3
dobry konsumpcyjne	49	12,0	11	22,0	60	13,0
handel i usługi	47	11,5	5	10,0	52	11,3
ochrona zdrowia	22	5,4	2	4,0	24	5,2
technologie	36	8,8	2	4,0	38	8,3
razem	410	89,1	50	10,9	460	100,0

**Źródło:** opracowanie własne.

Większość spółek krajowych to przedsiębiorstwa zajmujące się produkcją przemysłową i budowlano-montażową oraz reprezentujące sektor finansowy, stanowiące łącznie blisko połowę wszystkich badanych podmiotów. Główne jednostki zagraniczne to podmioty finansowe i z branży dóbr konsumpcyjnych (zob. tab. 3.5).

Mając na uwadze fakt, że sprawozdanie z wyniku całkowitego zaimplementowano w Polsce do praktyki finansów 1 stycznia 2009 roku, dokonano przeglądu rocznych jednostkowych sprawozdań finansowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych krajowych spółek, które opublikowały je w okresie 2009–2018.

Analiza osobiście pozyskanych 3535 raportów finansowych<sup>88</sup>, dostępnych na stronach internetowych 410 badanych spółek krajowych<sup>89</sup>, pokazuje, że ponad 85%

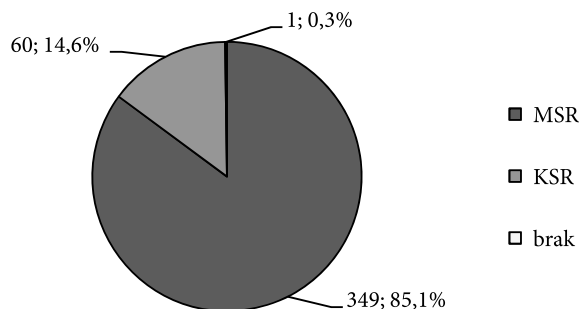
Papierów Wartościowych zob. zał. 2, zaś lista spółek krajowych wraz z przyporządkowaniem do danego sektora zob. zał. 3.

88 Spośród trzech dostępnych baz danych – Thomson Reuters, Notoria Serwis Online i Bloomberg Business, jedynie ta ostatnia dysponowała szczegółowymi informacjami dotyczącymi sprawozdań z wyniku całkowitego. Jednakże duże braki danych i niejednokrotne błędy w tym zakresie wymusiły potrzebę zebrania wszystkich sprawozdań oraz danych liczbowych osobiście, z wykorzystaniem raportów finansowych dostępnych na stronach internetowych.

89 Przeprowadzając ocenę 410 spółek krajowych w dziesięcioletnim okresie badawczym (lata 2009–2018), pozyskano 3535 raportów finansowych spośród 4100 możliwych. Wynika to z faktu, że niektóre ze spółek nowo powstały bądź debiutowały w owym czasie na GPW, więc nie będąc spółkami publicznymi nie publikowały w internecie raportów finansowych.



z nich zdecydowała się w latach 2009–2018 na prezentację jednostkowych sprawozdań finansowych zgodnych z Międzynarodowymi Standardami Rachunkowości, wyodrębniając tym samym sprawozdanie z wyniku całkowitego. Pozostałe jednostki (poza jednym wyjątkiem<sup>90</sup>) zrezygnowały z możliwości sporządzania sprawozdań jednostkowych według regulacji międzynarodowych, pozostając przy zasadach krajowych, czyli KSR (zob. rys. 3.5).



**Rysunek 3.5.** Praktyka sprawozdawcza spółek giełdowych w Polsce w latach 2009–2018 (ich liczba i udział w %)

**Źródło:** opracowanie własne.

Mniej więcej 75% spółek publikowało jednostkowe sprawozdania według Międzynarodowych Standardów Rachunkowości niezmiennie przez cały okres, jakiego dotyczyło badanie, pozostałe zaś zmieniły swoje podejście w jego trakcie na korzyść rozwiązań międzynarodowych (zob. tab. 3.6). Takie zmiany odnotowano we wszystkich latach, nawet w ostatnim czasie, natomiast nie zaobserwowano tendencji odwrotnych, czyli przejścia z MSR na KSR.

**Tabela 3.6.** Zmiany decyzji spółek giełdowych w zakresie stosowania Międzynarodowych Standardów Rachunkowości w latach 2009–2018

Praktyka sprawozdawcza	Liczba spółek	Udział w %
1	2	3
MSR we wszystkich dostępnych raportach	261	74,8
przejście na MSR w 2010 roku	15	4,3
przejście na MSR w 2011 roku	11	3,2

<sup>90</sup> Boombit SA, która w kwietniu 2019 roku przeprowadziła pierwszą ofertę publiczną, nie opublikowała żadnego rocznego jednostkowego sprawozdania finansowego, udostępniła natomiast jedynie skonsolidowany raport półroczny, obligatoryjnie sporządzany zgodnie z MSR. Nie można zatem wyodrębnić zasad fakultatywnego podejścia tego podmiotu do sporządzania sprawozdań finansowych według regulacji międzynarodowych. Na rysunku 3.5 oznaczono to jako „brak”.

1	2	3
przejście na MSR w 2012 roku	7	2,0
przejście na MSR w 2013 roku	11	3,2
przejście na MSR w 2014 roku	12	3,4
przejście na MSR w 2015 roku	13	3,7
przejście na MSR w 2016 roku	5	1,4
przejście na MSR w 2017 roku	5	1,4
przejście na MSR w 2018 roku	9	2,6
razem	349	100,0

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela 3.7.** Międzysektorowa struktura spółek w zakresie stosowania Międzynarodowych Standardów Rachunkowości w latach 2009–2018

Sektor	Liczba spółek stosujących MSR	Łączna liczba spółek w sektorze	Udział w %
finanse	84	94	89,4
paliwa i energia	12	15	80,0
chemia i surowce	34	40	85,0
produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	88	107	82,2
dobry konsumpcyjne	40	49	81,6
handel i usługi	42	47	89,4
ochrona zdrowia	18	22	81,8
technologie	31	36	86,1

**Źródło:** opracowanie własne.

Szczegółowe badanie międzysektorowego zróżnicowania spółek giełdowych w Polsce w zakresie prezentacji sprawozdań finansowych pozwoliło zidentyfikować dwie dominujące branże – handel i usługi oraz finanse, w których blisko 90% przedsiębiorstw publikowało sprawozdania zgodnie z MSR. Należy jednak zaznaczyć, że w pozostałych sektorach odsetek ten był równie wysoki, oscylując w granicach 80–90% (zob. tab. 3.7).

Międzynarodowa praktyka sprawozdawcza znalazła wyraźne odzwierciedlenie w realiach spółek notowanych na GPW, które, będąc zobligowane do sporządzania skonsolidowanych sprawozdań finansowych według Międzynarodowych Standardów Rachunkowości, w większości wypadków podjęły dobrowolne decyzje o publikowaniu jednostkowych raportów finansowych zgodnych z regulacjami międzynarodowymi, niekiedy w ostatnich objętych badaniem latach. Swego rodzaju

uzasadnieniem dla przejścia na MSR jest potrzeba rzetelnego, jasnego przedstawiania sytuacji finansowej jednostki w porównaniu z innymi podmiotami respektującym międzynarodowe regulacje rachunkowości, co w dużej mierze ułatwia beneficjentom sprawozdań finansowych, opierającym się często na ich analizie, podejmowanie skuteczniejszych decyzji finansowych. Nie można jednak zapominać, że w zakresie jednostkowych sprawozdań finansowych nadal spora część podmiotów stosuje normy prawne ustawy o rachunkowości i wydane na jej podstawie przepisy wykonawcze, co należy uznać za niezbyt trafne podejście. Jest to szczególnie ważne w wypadku porównywania wyników finansowych grupy kapitałowej (w ramach sprawozdania skonsolidowanego) z kondycją finansową danej spółki (sprawozdanie jednostkowe), nie mówiąc już o porównaniach z innymi przedsiębiorstwami w kontekście branży, kraju czy międzynarodowym.

Praktyka sprawozdawcza wielu krajów pokazuje, że w przeszłości spółki dość sceptycznie podchodziły do przedstawiania sprawozdań finansowych zgodnie z regulacjami międzynarodowymi, mimo że stosowanie takiej wersji raportowania było już zalecane<sup>91</sup>. John O’Hanlon i Peter Pope dowiedli na podstawie analizy działalności brytyjskich spółek, że w wielu wypadkach omijano zalecenia dotyczące prezentacji wyników finansowych zgodne z amerykańskim standardem rachunkowości GAAP<sup>92</sup>. Yen-Jung Lee i in., badając decyzje związane z wykazywaniem wyników finansowych przez spółki ubezpieczeniowe, stwierdzili, że przedsiębiorstwa częściej korzystały z wcześniejszych konwencjonalnych rozwiązań niż tych zgodnych z międzynarodowymi regulacjami rachunkowości<sup>93</sup>.

### 3.5. Forma i struktura prezentacji sprawozdania z wyniku całkowitego spółek giełdowych w Polsce

Założenia Międzynarodowych Standardów Rachunkowości pozwalają na elastyczność w sporządzaniu sprawozdania z wyniku całkowitego, co szczególnie odnosi się do formy, struktury i układu prezentacji jego komponentów<sup>94</sup>. Przede wszystkim

91 L. Campbell, D. Crawford, D.R. Franz, *How Companies Are Complying the Comprehensive Income Disclosure Requirements*, „Ohio CPA Journal” 1999, vol. 58, no. 1; S. Bhamomsiri, C. Wiggins, *Comprehensive Income Disclosures*, „CPA Journal” 2001, October, s. 54–56.

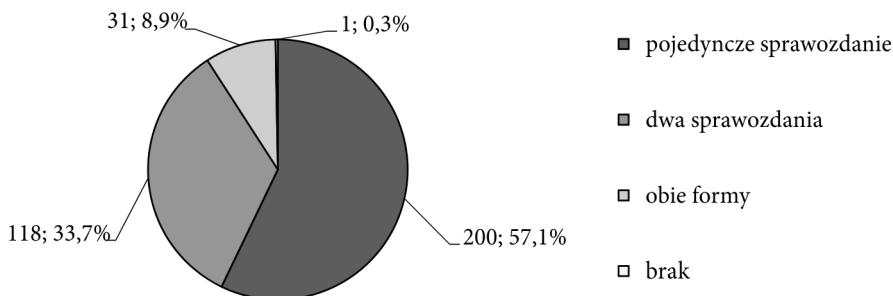
92 J. O’Hanlon, P. Pope, *The Value-relevance of UK Dirty Surplus Accounting Flows*, „British Accounting Review” 2006, vol. 31, no. 4.

93 Y.J. Lee, K.R. Petroni, M. Shen, *Cherry Picking, Disclosure Quality, and Comprehensive Income Reporting Choices: The Case of Property-Liability Insurers*, „Contemporary Accounting Research” 2006, vol. 23, no. 3.

94 Zob. pkt 2.4.

jednostki mogą je przedstawić w formie pojedynczego zestawienia (gdzie obok pozycji przychodów i kosztów wykazywanych w rachunku zysków i strat prezentuje się pozostałe składniki wyniku całkowitego), jak również dwóch elementów, czyli rachunku wyników (zysków i strat) oraz sprawozdania z wyniku całkowitego, które rozpoczyna się od zysku (straty) netto i w dalszej kolejności ujmuje składniki pozostałego wyniku całkowitego<sup>95</sup>.

Z przeprowadzonej analizy wynika, że w ramach praktyki gospodarczej spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych nie wypracowano jednolitego podejścia do prezentacji sprawozdania z wyniku całkowitego. W rocznych jednostkowych raportach finansowych badanych spółek zidentyfikowano bowiem zarówno wersje pojedynczego, jak też dwuelementowego zestawienia, z wyraźną przewagą tego pierwszego (zob. rys. 3.6).



**Rysunek 3.6.** Forma prezentacji sprawozdania z wyniku całkowitego spółek giełdowych w latach 2009–2018 (ich liczba i udział w %)

**Źródło:** opracowanie własne.

Zaskakujący jest fakt, że nie wszystkie badane jednostki stosowały w całym dziesięcioletnim okresie jednolitą wersję sprawozdań. Na podstawie dokonanych analiz zidentyfikowano 31 przypadków spółek, które zmieniły w trakcie formę prezentacji, co ciekawe, różnokierunkowo, przechodząc zarówno ze sprawozdania pojedynczego na dwuczęściowe, jak i odwrotnie (zob. tab. 3.8).

**Tabela 3.8.** Zmiany formy prezentacji sprawozdania z wyniku całkowitego dokonywane przez spółki giełdowe w latach 2009–2018

Kierunek zmiany formy sprawozdania	Liczba spółek	Udział w %
1	2	3
pojedyncze – dwuczęściowe	14	45,2
pojedyncze – dwuczęściowe – pojedyncze	3	9,7

<sup>95</sup> International Accounting Standards Board, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej 2011*. MSSF, t. 1–2, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2011, MSR, par. 81.

Tabela 3.8 (cd.)

1	2	3
pojedyncze – dwuczęściowe – pojedyncze – dwuczęściowe	2	6,4
dwuczęściowe – pojedyncze	11	35,5
dwuczęściowe – pojedyncze – dwuczęściowe	1	3,2
razem	31	100,0

**Źródło:** opracowanie własne.

Na szczególną uwagę zasługują brak konsekwencji w praktyce sprawozdawczej dwóch spółek (MEDIATEL i MUZA<sup>96</sup>), które aż trzykrotnie zmieniły formę publikowanego zestawienia. Pierwsza z nich pojedyncze sprawozdanie opublikowała za 2009 rok, zaś rok później posłużyła się formą zestawienia dwuelementowego, by w 2011 rok wrócić do poprzedniej wersji. Kolejnej zmiany spółka dokonała w 2014 roku i takiej formy dualnego zestawienia używała w następnych czterech latach. W odniesieniu do spółki MUZA, której raporty także były dostępne od 2009 roku, takie zmiany następowały odpowiednio w latach 2010, 2013 i 2014.

**Tabela 3.9.** Międzysektorowe zróżnicowanie formy prezentacji sprawozdania z wyniku całkowitego spółek giełdowych w latach 2009–2018

Sektor	Pojedyncze sprawozdanie		Dwuczęściowe sprawozdanie	
	liczba spółek	udział w %	liczba spółek	udział w %
finanse	42	54,5	35	45,5
paliwa i energia	7	70,0	3	30,0
chemia i surowce	17	56,7	13	43,3
produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	49	61,2	31	38,8
dobry konsumpcyjne	29	78,4	8	21,6
handel i usługi	28	71,8	11	28,2
ochrona zdrowia	11	61,1	7	38,9
technologie	17	63,0	10	37,0

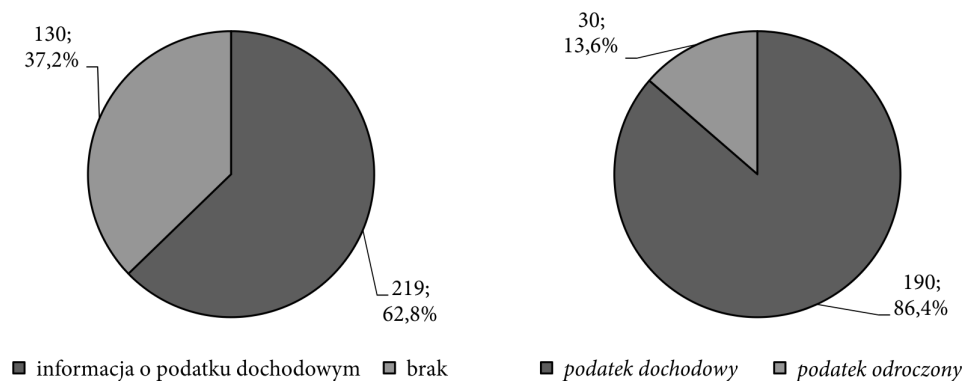
**Źródło:** opracowanie własne.

96 W opracowaniu użyto stosowanych przez GPW skróconych nazw spółek; ich pełne brzmienie zob. zał. 1.

Przyglądając się wnikliwiej zróżnicowaniu sektorowemu w zakresie formy prezentacji sprawozdania z wyniku całkowitego, można wskazać, że we wszystkich rozpatrywanych branżach dominowało zestawienie pojedyncze, choć widoczne są między nimi niejakie rozbieżności (zob. tab. 3.9).

Ewidentnym przykładem zróżnicowania w tym zakresie jest sektor finansowy, gdzie ponad 45% spółek giełdowych zdecydowało się na przedstawienie zestawienia dwuelementowego, czyli tradycyjnego rachunku zysków i strat (rachunku wyników) oraz sprawozdania z wyniku całkowitego. Podobnym podejściem cechowała się branża chemii i surowców. Za najbardziej konsekwentne zaś w kontekście prezentacji pojedynczego sprawozdania z wyniku całkowitego można uznać spółki dóbr konsumpcyjnych, handlu i usług oraz paliw i energii.

Ważnym aspektem różnicującym w praktyce sprawozdawczej podmiotów prezentujących wynik całkowity są kwestie ujmowania podatku dochodowego od poszczególnych kategorii pozostałego wyniku całkowitego. W większości badanych przypadków w sprawozdaniu z wyniku całkowitego pojawiła się informacja o *podatku dochodowym* (zob. rys. 3.7). Wart podkreślenia jest fakt, że aż 130 spółek zaprezentowało kategorie pozostałego wyniku całkowitego, nie podając w zestawieniu szczegółowej informacji o tym, czy zostały one przedstawione w ujęciu brutto czy netto<sup>97</sup>. Co ciekawe, niektóre z podmiotów używały także innej nomenklatury, prezentując określenie *podatek odroczony*.



**Rysunek 3.7.** Praktyka prezentacji podatku dochodowego w sprawozdaniu z wyniku całkowitego spółek giełdowych w latach 2009–2018 (ich liczba i udział w %)

**Źródło:** opracowanie własne.

Szczególnie ważny w kontekście ujmowania podatku jest fakt, że część spółek prezentowała poszczególne pozycje pozostałego wyniku całkowitego z wykazaniem kwoty podatku dochodowego odnoszącej się łącznie do wszystkich jego składników. Inne zaś podmioty skupiały się na wykazaniu wartości podatku szczegółowo dla

<sup>97</sup> Część spółek ujawniała te informacje w notach do sprawozdania z wyniku całkowitego.

wszystkich pozycji pozostałego wyniku całkowitego. Za jeden z przykładów dbałości o precyzję prezentacji kwestii podatkowych dla pozycji sprawozdania z wyniku całkowitego może posłużyć spółka PKOBP<sup>98</sup> (zob. tab. 3.10).

**Tabela 3.10.** Układ sprawozdania z wyniku całkowitego spółki PKOBP za 2019 rok

Sprawozdanie z całkowitych dochodów
<b>zysk netto</b>
<b>inne dochody całkowite</b>
<b>pozycje, które mogą być przeklasyfikowane do rachunku zysków i strat</b>
zabezpieczenie przepływów pieniężnych, brutto
podatek odroczoney
zabezpieczenie przepływów pieniężnych, netto
aktualizacja wartości aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży, brutto
podatek odroczoney
aktualizacja wartości aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży, netto
aktualizacja wartości godziwej aktywów finansowych wycenianych do wartości godziwej przez inne dochody całkowite, brutto
zyski/straty przeniesione do rachunku zysków i strat (z tytułu zbycia)
podatek odroczoney
wartość godziwa aktywów finansowych wycenianych do wartości godziwej przez inne dochody całkowite, netto
<b>pozycje, które nie mogą być przeklasyfikowane do rachunku zysków i strat</b>
zyski i straty aktuarialne, brutto
podatek odroczoney
zyski i straty aktuarialne, netto
<b>dochody całkowite netto, razem</b>

**Źródło:** opracowanie własne za: <https://www.pkobp.pl/grupa-pko-banku-polskiego/relacje-inwestorskie/raporty-finansowe-i-prezentacje/#category=95004> (dostęp: 1.10.2019).

Wyniki przeprowadzonego badania dotyczącego formy i struktury prezentacji sprawozdania z wyniku całkowitego wskazują, że możliwość dokonania porównań między spółkami w zakresie tego sprawozdania jest kłopotliwa. Wśród notowanych na GPW spółek brakuje jednolitej zasady prezentacji, a szereg rozbieżności, w szczególności w ujmowaniu podatku dochodowego, może stanowić ważny z punktu widzenia użyteczności tej części sprawozdania finansowego problem dla jej beneficjentów.

<sup>98</sup> Ponadprzeciętną dbałością o precyzyjną publikację tych informacji wykazywały się głównie banki.

Rezultaty badań zbieżne są z wynikami wcześniej prowadzonych analiz dotyczących formy prezentacji sprawozdania z wyniku całkowitego wybranych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych<sup>99</sup>. Akcentują one, że forma ta jest nieprzejrzysta i nie sprzyja wzrostowi użyteczności informacyjnej. Podobne rozbieżności i niedoskonałości można zaobserwować także na innych rynkach. Na przykład Frank Thinggaard i in., dokonując przeglądu przeprowadzonych w latach 1993–2006 w różnych krajach 17 badań empirycznych dotyczących formy prezentacji sprawozdania z wyniku całkowitego oraz formatu rachunku zysków i strat, nie doszli do konsensu, jeśli chodzi o główne tendencje sprawozdawcze, a wręcz przeciwnie, znaleźli szereg niejednorodności oraz rozbieżności. Podczas gdy niektóre z analiz potwierdziły wyższość jednej, całościowej wersji zestawienia wyniku całkowitego, inne wspierały podejście dwuelementowe<sup>100</sup>. Riccardo Cimini przedstawił także rezultaty badania dotyczącego formy prezentacji sprawozdania z wyniku całkowitego na podstawie danych ze skonsolidowanych sprawozdań finansowych za lata 2009–2010, odnoszącego się do 600 spółek notowanych na giełdach francuskich (193 spółki), niemieckich (207) i włoskich (200). Analiza ta potwierdziła, że oddzielne sprawozdanie w oderwaniu od konwencjonalnego dotyczącego zysków i strat jest najpowszechniejsze, bowiem aż 87% podmiotów zdecydowało się na takie rozwiązanie<sup>101</sup>. Podobnych obserwacji dokonała Olga Ferraro, która przeanalizowała skonsolidowane sprawozdania finansowe 160 spółek notowanych na giełdzie w Mediolanie w 2009 roku. Większość podmiotów (86%) przygotowała dwa zestawienia (rachunek zysków i strat oraz oddzielne zestawienie pozostałego wyniku całkowitego), a tylko 14% z nich sporządziło jedno sprawozdanie<sup>102</sup>.

Powyższe badania nie wykazały jednak żadnej korelacji między formą prezentacji a trwałością bądź zmiennością pozostałego wyniku całkowitego, na co zwraca

99 W większości wypadków badania te dotyczyły wyłącznie spółek giełdowych z kluczowych indeksów GPW, np. WIG20. Por. B. Bek-Gaik, *Sprawozdawczy wymiar rachunku wyników w warunkach globalnego rynku*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013, s. 232; M. Marcinkowska, *Istota wyniku „całościowego” i jego ujmowanie w sprawozdawczości finansowej*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2003, t. 17, nr 73; A. Szychta, *Dochody całkowite w sprawozdaniach finansowych największych spółek notowanych na GPW w Warszawie*, „Acta Universitatis Lodzianensis. Folia Oeconomica” 2012, nr 263, s. 82; A. Szychta, D. de la Rosa, *Comprehensive Income Presentation under IAS 1: The Reporting Practices of the Largest Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2012, t. 68, nr 124; E. Walińska, *Bilans jako fundament sprawozdawczości finansowej*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2009; P. Wójtowicz, *Czy wynik całościowy jest potrzebny rynkowi kapitałowemu?*, [w:] I. Sobańska, T. Wnuk-Pel (red.), *Rachunkowość w procesie tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009.

100 F. Thinggaard et al., *Performance Reporting – The IASB’s Proposed Formats of Financial Statements in the Exposure Draft of IAS 1*, „Accounting in Europe” 2006, vol. 3, no. 1.

101 R. Cimini, *op. cit.*

102 O. Ferraro, *Comprehensive Income in Italy: Reporting Preferences and Its Effects on Performance Indicators*, „Journal of Modern Accounting and Auditing” 2011, vol. 7, no. 12.



uwagę m.in. James Ohlson. Kładąc nacisk na trwałość wyniku finansowego, słusznie stwierdza, że format raportowania ułatwia określenie poziomu trwałości składników wyniku całkowitego, co może być przydatne dla inwestorów w podejmowaniu decyzji<sup>103</sup>. Pogląd ten zgodny jest z wnioskiem Hirsta i Hopkinsa, że inwestorzy zwracają uwagę przede wszystkim na pozycje prezentowane w oczekiwanej lokalizacji<sup>104</sup>. James Hunton i in. podają z kolei, że menedżerowie spółek zachowują się tak, jakby wierzyli w to, że lokalizacja wyniku całkowitego ma wpływ na stopień wykorzystywania tych informacji przez użytkowników sprawozdań finansowych<sup>105</sup>. Można zatem przypuszczać, że miejsce i format prezentacji wyniku całkowitego mogą prawdopodobnie wpływać na jego postrzeganie przez inwestorów. Co ciekawe, zgodnie z sondażem przeprowadzonym wśród użytkowników informacji finansowych, okazuje się, że aprobują oni wprawdzie ujawnianie składników wyniku całkowitego, ale sprzeciwiają się prezentowaniu ich w osobnym raporcie<sup>106</sup>. Wnioski z badania opinii nieprofesjonalnych inwestorów, przeprowadzonego przez dwie autorki – Maines i McDaniel, wskazują, że format prezentowania wyniku całkowitego nie ma większego wpływu na postrzeganie przez nich tych informacji, ale pełni kluczową rolę w podejmowaniu decyzji finansowych<sup>107</sup>.

Jak wynika z niektórych badań, menedżerowie wielu podmiotów nie prezentują w ogóle składników pozostałego wyniku całkowitego, głównie za sprawą odmiennych modeli biznesowych, a jeśli już, to wybierają taki format prezentacji, który może, ale nie musi, wpływać na postrzeganie wyniku całkowitego i wycenę na rynku<sup>108</sup>. Podobne rezultaty badań pokazują Bora Turktas i in., niestwierdzający na podstawie analizy działalności europejskich spółek z indeksu S&P 350 istotnych zależności między formą raportowania wyniku całkowitego a różnymi oczekiwaniami menedżerów (np. motywacyjnymi wynagrodzeniami opartymi na kapitale własnym, bezpieczeństwem pracy itp.), odnotowujący natomiast związki ze stopami zwrotu z akcji dla inwestorów bądź wskaźnikami cen do zysku, które wprawdzie okazały się istotne statystycznie, ale kierunek ich oddziaływania był odwrotny od zakładanego<sup>109</sup>.

103 J.A. Ohlson, *On Transitory Earnings*, „Review of Accounting Studies” 1999, vol. 4, no. 3–4.

104 D.E. Hirst, P.E. Hopkins, *Comprehensive Income Reporting and Analysts’ Valuation Judgments*, „Journal of Accounting Research” 1998, vol. 36.

105 J.E. Hunton, R. Libby, C.L. Mazza, *Financial Reporting Transparency and Earnings Management*, „The Accounting Review” 2006, vol. 81, no. 1.

106 M. Arab-Mazar Yazdi, K. Radmehr, *A Survey of the Significant and Necessity of Comprehensive Income Statement in Iran*, „Iranian Accounting and Auditing Review” 2003, vol. 10, no. 31.

107 L.A. Maines, L.S. McDaniel, *Effects of Comprehensive-Income Characteristics on Nonprofessional Investors’ Judgments: The Role of Financial-Statement Presentation Format*, „The Accounting Review” 2000, vol. 75, no. 2.

108 L.S. Bamber et al., *Comprehensive Income: Who’s Afraid of Performance Reporting?*, „The Accounting Review” 2010, vol. 85, no. 1.

109 B. Turktas et al., *Reporting Comprehensive Income: Reasons for Reporting Choices and Investor Reactions*, „International Journal of Economics and Finance” 2003, vol. 5.

Podsumowując, można uznać za słuszną opinię Dennisa Chambersa i in., że w praktyce wymaga się od menedżerów dbałości o przejrzystość prezentacji sprawozdań finansowych spółek, by móc oddziaływać na ich ceny rynkowe<sup>110</sup>. Być może za sprawą większej przejrzystości informacyjnej sprawozdań z wyniku całkowitego, obserwowanej m.in. na rynku niemieckim<sup>111</sup>, należy z czasem oczekiwać wypracowania lepszych wzorców sprawozdawczości także w Polsce, nie tyle dzięki międzynarodowym bądź krajowym regulacjom legislacyjnym, co w większym stopniu profesjonalnemu podejściu zarządzających do polityki informacyjnej spółek giełdowych.

### **3.6. Heterogeniczność nomenklatury wyniku całkowitego i jego komponentów**

Wykorzystanie międzynarodowych zasad sprawozdawczości finansowej w obrocie gospodarczym danego kraju może prowadzić do niejasności i nieścisłości w zakresie definiowania określonych pojęć, w szczególności gdy następuje konieczność ich przełożenia na obowiązujący w nim język sprawozdawczy. Ponieważ kraje stosujące MSR zobligowane są do publikowania sprawozdań w języku ojczystym, problem ten nabiera znaczenia również w warunkach polskich. W konsekwencji nazewnictwo poszczególnych elementów sprawozdania finansowego może różnić się od obligatoryjnie wymaganego w sprawozdaniu sporządzonym zgodnie z ustawą o rachunkowości. Dotyczy to zarówno samej nazwy tego sprawozdania i jego składowych, jak również jego konstrukcji, w szczególności określeń składników majątku, kapitałów czy kategorii wyniku finansowego.

#### **3.6.1. Wynik całkowity – problemy definicyjne**

Skupiając się na definicyjnych problemach związanych ze sprawozdaniem z wyniku całkowitego (*statement of comprehensive income*), warto wskazać na istniejący dysonans poznawczy obecny nie tylko w polskiej literaturze przedmiotu<sup>112</sup>, ale występujący także w praktyce gospodarczej. W tym celu w ramach procesu badawczego analizie poddano jednolitość wariantu sprawozdawczego notowanych na Giełdzie

110 D. Chambers et al., *An Evaluation of SFAS No. 130 Comprehensive Income Disclosure*, „Review of Accounting Studies” 2007, vol. 12.

111 J. Gad, *Forma sprawozdania z wyniku całościowego – perspektywa polskiego i niemieckiego rynku kapitałowego*, „Przegląd Organizacji” 2007, nr 5.

112 Ten aspekt zob. pkt 2.2.

Papierów Wartościowych w latach 2009–2018 spółek w zakresie definicji wyniku całkowitego, sprawozdania z wyniku całkowitego, jak również jego kluczowych komponentów.

Na podstawie przeglądu rocznych jednostkowych sprawozdań finansowych 349 spółek giełdowych, które sporządzały je według Międzynarodowych Standardów Rachunkowości, można stwierdzić, że, tłumacząc termin *comprehensive income*, jednostki używały jednego z trzech dominujących określeń: *całkowity dochód*, *pełny dochód* lub *zysk całkowity*, w przeważającej liczbie tego pierwszego (zob. tab. 3.11).

**Tabela 3.11.** Określenia na *comprehensive income* stosowane przez spółki giełdowe w latach 2009–2018

Definicje		Liczba spółek	Udział w %
I wersja	II wersja		
<i>całkowity dochód</i>	-	339	97,1
<i>pełny dochód</i>	-	1	0,3
<i>pełny dochód</i>	<i>całkowity dochód</i>	5	1,4
<i>pozostałe dochody</i>	<i>całkowity dochód</i>	1	0,3
<i>zysk całkowity</i>	-	1	0,3
<i>zysk całkowity</i>	<i>całkowity dochód</i>	2	0,6

**Źródło:** opracowanie własne.

Terminu *comprehensive income* jako *pełnego dochodu* używało łącznie sześć spółek, zaś pięć z nich zmieniło podejście do określania wyniku całkowitego w rozważanym dziesięcioleciu, zastępując je *całkowitym dochodem*. Jedynie spółka MONNARI używała w całym weryfikowanym okresie sformułowania *pełny dochód*. Podobnie spółka CYFRPLSAT stosowała niezmiennie nazwę *zysk całkowity*, zaś pozostałe podmioty zmieniły je na *całkowity dochód*. Można zatem stwierdzić, że poza dwoma przytoczonymi przykładami, spółki stosowały ostatecznie określenie *całkowity dochód*. Żaden podmiot nie posłużył się zalecanym i stosowanym przez autora sformułowaniem *wynik całkowity*<sup>113</sup>.

Znacznie większą rozbieżność zaobserwowano z kolei w odniesieniu do prezentacji nazwy sprawozdania z wyniku całkowitego, gdyż tłumaczenie pierwotnego określenia *statement of comprehensive income*<sup>114</sup> przybrało kilkadziesiąt różnych

113 *Ibidem*.

114 Określenie *statement of comprehensive income* można uznać za jedno z podstawowych i najczęściej wykorzystywanych w MSR, choć w praktyce sprawozdawczej innych krajów są także takie nazwy sprawozdań, jak: *statement of comprehensive income/loss*, *statement of recognized income and expense* czy *income and expense recognized in equity*.

form (zob. tab. 3.12). Najczęściej wybieraną opcją było *sprawozdanie z całkowitych dochodów* (niekiedy zapisywane także jako *sprawozdanie z dochodów całkowitych*<sup>115</sup>), *sprawozdanie z pełnego dochodu*, a także *sprawozdanie z wyniku i pozostałych całkowitych dochodów*.

**Tabela 3.12.** Różnorodne tłumaczenia określenia *statement of comprehensive income* stosowane przez spółki giełdowe w latach 2009–2018

Nazwa sprawozdania	Liczba wskazań
1	2
<i>sprawozdanie z całkowitych dochodów</i>	33
<i>sprawozdanie z pełnego dochodu</i>	6
<i>sprawozdanie z wyniku i pozostałych całkowitych dochodów</i>	6
<i>rachunek zysków i strat oraz pozostałych całkowitych dochodów</i>	5
<i>sprawozdanie z zysków lub strat i innych całkowitych dochodów</i>	5
<i>rachunek zysków i strat</i>	3
<i>sprawozdanie z innych całkowitych dochodów</i>	3
<i>zestawienie całkowitych dochodów</i>	3
<i>rachunek zysków i strat oraz inne całkowite dochody</i>	2
<i>rachunek zysków i strat oraz innych całkowitych dochodów</i>	2
<i>rachunek zysków i strat oraz pozostałe całkowite dochody</i>	2
<i>sprawozdanie z wyniku finansowego i pozostałych całkowitych dochodów</i>	2
<i>zestawienie zysku całkowitego</i>	2
<i>inne całkowite dochody</i>	1
<i>rachunek z całkowitych dochodów</i>	1
<i>rachunek zysków i strat – sprawozdanie z całkowitych dochodów</i>	1
<i>rachunek zysków i strat wraz ze sprawozdaniem z pozostałych całkowitych dochodów</i>	1
<i>rachunek zysków lub strat i inne całkowite dochody</i>	1
<i>sprawozdanie finansowe z zysków lub strat i innych całkowitych dochodów</i>	1
<i>sprawozdanie z pozostałych całkowitych dochodów</i>	1
<i>sprawozdanie z wyniku finansowego i innych całkowitych dochodów</i>	1

115 Tego rodzaju różnice w zapisie uznano za tożsame podejścia w definiowaniu sprawozdania.

Tabela 3.12 (cd.)

1	2
<i>sprawozdanie z wyniku i całkowitych dochodów</i>	1
<i>sprawozdanie z wyniku i innych całkowitych dochodów</i>	1
<i>sprawozdanie z wyniku i pozostałe całkowite dochody</i>	1
<i>sprawozdanie z wyniku i pozostałe całkowite dochody</i>	1
<i>sprawozdanie z wyniku i pozostałych całkowitych dochodów</i>	1
<i>sprawozdanie z zysków i strat i innych całkowitych dochodów</i>	1
<i>sprawozdanie z zysków i strat oraz innych całkowitych dochodów</i>	1
<i>sprawozdanie z zysków lub strat lub innych całkowitych dochodów</i>	1
<i>sprawozdanie z zysków lub strat i innych całkowitych dochodów</i>	1
<i>sprawozdanie z zysków lub strat i pozostałych całkowitych dochodów</i>	1
<i>sprawozdanie z zysku lub straty i innych całkowitych dochodów</i>	1
<i>sprawozdanie z zysku lub straty i pozostałych całkowitych dochodów</i>	1
<i>zestawienie pozostałego zysku całkowitego</i>	1
<i>zestawienie z całkowitych dochodów</i>	1

**Źródło:** opracowanie własne.

Badane spółki rzadko stosowały nomenklaturę przyjmującą użycie terminu *sprawozdanie/zestawienie z zysku całkowitego*, a żadna z nich nie przyjęła nazwy *sprawozdanie z wyniku całkowitego*. W wypadku 30 jednostek posłużono się także różnymi odmianami określenia *rachunku zysków i strat*, co jest niezbyt trafne z punktu widzenia wdrożenia międzynarodowych regulacji rachunkowości, które w większości odstąpiły od tego rodzaju terminologii. Godną podkreślenia tendencją jest jednak stosowanie określeń *sprawozdanie z wyniku* (*income statement*), co notuje się zwykle w sprawozdaniach raportowanych po 2013 roku.

Aż 60 spośród badanych spółek giełdowych, prezentując sprawozdania finansowe, zmieniło w latach 2009–2018 podejście do określania sprawozdania z wyniku całkowitego (zob. tab. 3.13), niektóre nawet trzy- bądź czterokrotnie w tym czasie. Na przykład spółka CCC początkowo prezentowała je jako *zestawienie całkowitych dochodów*, co w 2010 roku zmieniła na *sprawozdanie z całkowitych dochodów*, w 2013 roku zaczęła posługiwać się *sprawozdaniem z wyniku i pozostałych całkowitych dochodów*, wracając w 2018 roku do *sprawozdania z całkowitych dochodów*. Podobnie w spółce KREDYTIN stosowano pierwotnie *rachunek zysków i strat*, zastąpiony w 2010 roku *sprawozdaniem z całkowitych dochodów*, zaś w latach 2016 i 2017 przyjęto odpowiednio *rachunek zysków i strat oraz pozostałych całkowitych dochodów* oraz *sprawozdanie z zysków lub strat i pozostałych całkowitych dochodów*.

**Tabela 3.13.** Zmiany w nazewnictwie sprawozdania z wyniku całkowitego dokonywane przez spółki giełdowe w latach 2009–2018

Określenia sprawozdania				Liczba spółek
I wersja	II wersja	III wersja	IV wersja	
1	2	3	4	5
<i>inne całkowite dochody</i>	<i>sprawozdanie z całkowitych dochodów</i>	-	-	1
<i>rachunek z całkowitych dochodów</i>	<i>sprawozdanie z całkowitych dochodów</i>	<i>sprawozdanie z zysków i strat i innych całkowitych dochodów</i>	-	1
<i>rachunek zysków i strat</i>	-	-	-	2
<i>rachunek zysków i strat – sprawozdanie z całkowitych dochodów</i>	<i>sprawozdanie z całkowitych dochodów</i>	-	-	1
<i>rachunek zysków i strat oraz pozostałe całkowite dochody</i>	<i>sprawozdanie z wyniku i pozostałych całkowitych dochodów</i>	-	-	1
<i>rachunek zysków i strat oraz pozostałych całkowitych dochodów</i>	-	-	-	3
<i>rachunek zysków i strat wraz ze sprawozdaniem z pozostałych całkowitych dochodów</i>	-	-	-	1
<i>rachunek zysków i strat</i>	<i>sprawozdanie z całkowitych dochodów</i>	-	-	1
<i>rachunek zysków i strat</i>	<i>sprawozdanie z całkowitych dochodów</i>	<i>rachunek zysków i strat oraz pozostałych całkowitych dochodów</i>	<i>sprawozdanie z zysków lub strat i pozostałych całkowitych dochodów</i>	1
<i>rachunek zysków lub strat i inne całkowite dochody</i>	-	-	-	1
<i>sprawozdanie z całkowitych dochodów</i>	-	-	-	252

Tabela 3.13 (cd.)

1	2	3	4	5
<i> sprawozdanie z całkowitych dochodów</i>	<i> rachunek zysków i strat oraz inne całkowite dochody</i>	<i> rachunek zysków i strat oraz innych całkowitych dochodów</i>	-	1
<i> sprawozdanie z całkowitych dochodów</i>	<i> rachunek zysków i strat oraz innych całkowitych dochodów</i>	-	-	1
<i> sprawozdanie z całkowitych dochodów</i>	<i> rachunek zysków i strat oraz pozostałe całkowite dochody</i>	<i> rachunek zysków i strat oraz pozostałych całkowitych dochodów</i>	-	1
<i> sprawozdanie z całkowitych dochodów</i>	<i> rachunek zysków i strat oraz pozostałych całkowitych dochodów</i>	-	-	2
<i> sprawozdanie z całkowitych dochodów</i>	<i> sprawozdanie finansowe z zysków lub strat i innych całkowitych dochodów</i>	-	-	1
<i> sprawozdanie z całkowitych dochodów</i>	<i> sprawozdanie z wyniku i pozostałych całkowitych dochodów</i>	-	-	1
<i> sprawozdanie z całkowitych dochodów</i>	<i> sprawozdanie z innych całkowitych dochodów</i>	-	-	1
<i> sprawozdanie z całkowitych dochodów</i>	<i> sprawozdanie z wyniku finansowego i innych całkowitych dochodów</i>	-	-	2
<i> sprawozdanie z całkowitych dochodów</i>	<i> sprawozdanie z wyniku finansowego i pozostałych całkowitych dochodów</i>	-	-	2
<i> sprawozdanie z całkowitych dochodów</i>	<i> sprawozdanie z wyniku i pozostałe całkowite dochody</i>	<i> sprawozdanie z zysku lub straty i innych całkowitych dochodów</i>	-	1

1	2	3	4	5
sprawozdanie z całkowitych dochodów	sprawozdanie z wyniku i pozostałych całkowitych dochodów	-	-	6
sprawozdanie z całkowitych dochodów	sprawozdanie z wyniku i pozostałych całkowitych dochodów	sprawozdanie z całkowitych dochodów	-	1
sprawozdanie z całkowitych dochodów	sprawozdanie z zysków lub strat i innych całkowitych dochodów	-	-	14
sprawozdanie z całkowitych dochodów	sprawozdanie z zysków lub strat lub innych całkowitych dochodów	sprawozdanie z zysków lub strat i innych całkowitych dochodów	-	1
sprawozdanie z całkowitych dochodów	sprawozdanie z zysków lub strat i innych całkowitych dochodów	-	-	1
sprawozdanie z całkowitych dochodów	sprawozdanie z zysku lub straty i pozostałych całkowitych dochodów	-	-	2
sprawozdanie z innych całkowitych dochodów	-	-	-	1
sprawozdanie z pełnego dochodu	rachunek zysków i strat oraz inne całkowite dochody	-	-	1
sprawozdanie z pełnego dochodu	rachunek zysków i strat oraz pozostałych całkowitych dochodów	-	-	1
sprawozdanie z pełnego dochodu	sprawozdanie z całkowitych dochodów	-	-	4
sprawozdanie z pełnego dochodu	sprawozdanie z całkowitych dochodów	sprawozdanie z zysków lub strat i innych całkowitych dochodów	-	1
sprawozdanie z pełnego dochodu	-	sprawozdanie z całkowitych dochodów	-	1



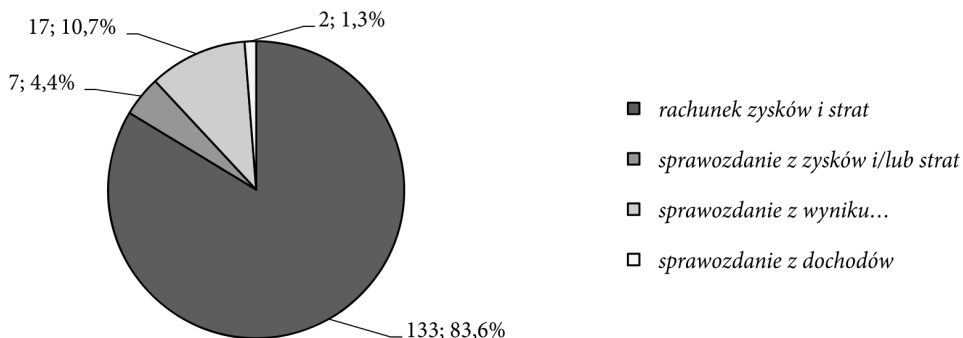
Tabela 3.13 (cd.)

1	2	3	4	5
<i> sprawozdanie z pełnego dochodu</i>	<i> sprawozdanie z całkowitych dochodów</i>	<i> sprawozdanie z innych całkowitych dochodów</i>	-	1
<i> sprawozdanie z pozostałych całkowitych dochodów</i>	-	-	-	5
<i> sprawozdanie z wyniku finansowego i pozostałych całkowitych dochodów</i>	-	-	-	1
<i> sprawozdanie z wyniku i całkowitych dochodów</i>	-	-	-	2
<i> sprawozdanie z wyniku i innych całkowitych dochodów</i>	-	-	-	1
<i> sprawozdanie z wyniku i pozostałych całkowitych dochodów</i>	-	-	-	5
<i> sprawozdanie z wyniku i pozostałe całkowite dochody</i>	-	-	-	1
<i> sprawozdanie z wyniku i pozostałych całkowitych dochodów</i>	-	-	-	1
<i> sprawozdanie z zysków i strat oraz innych całkowitych dochodów</i>	-	-	-	2
<i> sprawozdanie z zysków lub strat i innych całkowitych dochodów</i>	-	-	-	5
<i> sprawozdanie z zysków lub strat i innych całkowitych dochodów</i>	<i> sprawozdanie z całkowitych dochodów</i>	-	-	1

1	2	3	4	5
zestawienie całkowitych dochodów	-	-	-	4
zestawienie całkowitych dochodów	sprawozdanie z całkowitych dochodów	-	-	4
zestawienie całkowitych dochodów	sprawozdanie z całkowitych dochodów	sprawozdanie z wyniku i pozostałych całkowitych dochodów	sprawozdanie z całkowitych dochodów	1
zestawienie pozostałego zysku całkowitego	zestawienie zysku całkowitego	-	-	1
zestawienie z całkowitych dochodów	sprawozdanie z całkowitych dochodów	-	-	1
zestawienie zysku całkowitego	sprawozdanie z całkowitych dochodów	-	-	1

**Źródło:** opracowanie własne.

Podobną niejednorodność dostrzeżono w wypadku spółek, które wybrały opcję dwuelementowego sprawozdania z wyniku całkowitego, czyli złożonego z tradycyjnego rachunku zysków i strat (*income statement*) oraz sprawozdania z pozostałego wyniku całkowitego (*other comprehensive income*). Wśród 149 takich podmiotów daje się zauważyć odejście od przywiązania do określenia *income statement* jako *rachunku zysków i strat* na rzecz *sprawozdania z wyniku/wyniku finansowego/wyników działalności* (zob. rys. 3.8), jak również zmianę nazewnictwa w trakcie rozpatrywanego dziesięciolecia (zob. tab. 3.14).



**Rysunek 3.8.** Różnorodność w nazewnictwie *rachunku zysków i strat* stosowanym przez spółki giełdowe w latach 2009–2018 (ich liczba i udział w %)

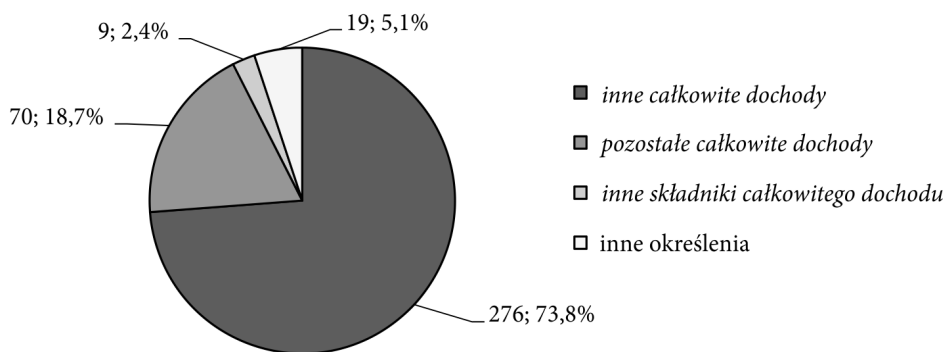
**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela 3.14.** Zmiany w nazewnictwie *rachunku zysków i strat* dokonywane przez spółki giełdowe w latach 2009–2018

Określenia			Spółki
I wersja	II wersja	III wersja	
<i>rachunek zysków i strat</i>	<i>sprawozdanie z dochodów</i>	-	MANGATA
<i>rachunek zysków i strat</i>	<i>sprawozdanie z wyniku</i>	-	BENEFIT, FEERUM, KGHM, OEX, OPTTEAM, SUWARY, TEGAS
<i>rachunek zysków i strat</i>	<i>sprawozdanie z wyniku</i>	<i>rachunek zysków i strat</i>	IMMOBILE
<i>rachunek zysków i strat</i>	<i>sprawozdanie z zysków i strat</i>	-	CIECH
<i>rachunek zysków i strat</i>	<i>sprawozdanie z zysku lub straty</i>	-	CHEMOS

**Źródło:** opracowanie własne.

Wśród badanych spółek notowanych na GPW odnotowano również zróżnicowanie w odniesieniu do określenia *pozostałego wyniku całkowitego*. W praktyce sprawozdawczej jako tłumaczenie *other comprehensive income* przyjmuje się najczęściej *inne całkowite dochody*, *pozostałe całkowite dochody* bądź *inne składniki całkowitego dochodu* (zob. rys. 3.9). Rzadziej spółki posługiwały się określeniem *inne składniki pełnego dochodu*, *pozostały zysk całkowity* czy *pozostałe dochody*.



**Rysunek 3.9.** Określenia na *pozostały wynik całkowity* stosowane przez badane spółki w latach 2009–2018 (ich liczba i udział w %)

**Źródło:** opracowanie własne.

W toku przeprowadzonej analizy wyodrębniono 27 spółek, które w raportach finansowych dokonały zmiany określenia kategorii *pozostałego wyniku całkowitego*

w trakcie weryfikowanego dziesięciolecia. W przeważającej mierze było to jednak przekształcenie słowa *pozostałe* na *inne* bądź odwrotnie (zob. tab. 3.15).

**Tabela 3.15.** Zmiany w nazewnictwie *pozostałego wyniku całkowitego* dokonywane przez spółki giełdowe w latach 2009–2018

Określenia		Spółki
I wersja	II wersja	
<i>całkowity dochód</i>	<i>pozostałe całkowite dochody</i>	UNIMOT
<i>inne całkowite dochody</i>	<i>pozostałe całkowite dochody</i>	BENEFIT, CHEMOS, FEERUM, FMG, IMMOBILE, INGBSK, KOGENERA, PCCEXOL, PCGUARD, TESGAS
<i>inne całkowite dochody</i>	<i>pozostałe dochody</i>	KCI
<i>inne składniki całkowitego dochodu</i>	<i>inne całkowite dochody</i>	KRUSZWICA
<i>inne składniki pełnego dochodu</i>	<i>inne całkowite dochody</i>	ENEA, SNIEZKA
<i>inne składniki pełnego dochodu</i>	<i>inne składniki całkowitego dochodu</i>	06MAGNA
<i>inne składniki pełnego dochodu</i>	<i>pozostałe całkowite dochody</i>	DGA
<i>pozostałe całkowite dochody</i>	<i>inne całkowite dochody</i>	AMICA, ATM, ESSYSTEM, LUBAWA, SFINKS
<i>pozostałe dochody</i>	<i>inne całkowite dochody</i>	ATREM
<i>pozostałe składniki pełnego dochodu</i>	<i>pozostałe całkowite dochody</i>	BEST
<i>pozostały pełen dochód</i>	<i>pozostały całkowity dochód</i>	CIECH
<i>pozostały zysk całkowity</i>	<i>inne całkowite dochody</i>	KBDOM, WIKANA

**Źródło:** opracowanie własne.

Mimo że dwie ze spółek (KBDOM i WIKANA) posługiwały się początkowo określeniem *pozostały zysk całkowity*, a nie jakąś odmianą *dochodu*, co z punktu widzenia autora było bardziej przystające do charakterystyki tej kategorii w finansach, w rezultacie w 2013 roku zmieniły je na *inne całkowite dochody*.

Odnotowana różnorodność określania zarówno *wyniku całkowitego*, *sprawozdania z wyniku całkowitego*, jak również *rachunku zysków i strat*, nie jest domeną wyłącznie spółek giełdowych w Polsce. Dowolność i elastyczność w zakresie nadawania

nazwy  *sprawozdaniu z wyniku całkowitego*  jest zauważalna także na innych rynkach, np. niemieckim<sup>116</sup>. Jednakże, jak wskazują wyniki badań, w anglojęzycznych wersjach sprawozdań finansowych spółek z indeksu DAX odnotowano wyłącznie cztery określenia tego zestawienia:  *statement of comprehensive income* ,  *statement of recognized income and expense* ,  *income and expense recognized in equity*  i  *statement of comprehensive income/loss* , spośród których większość jednostek wybrała pierwszą opcję (86,7%), zaś co do pozostałych przyjęło je odpowiednio 6,7%, 3,3% i 3,3% badanych podmiotów.

### 3.6.2. Różnorodność w określaniu składników pozostałego wyniku całkowitego

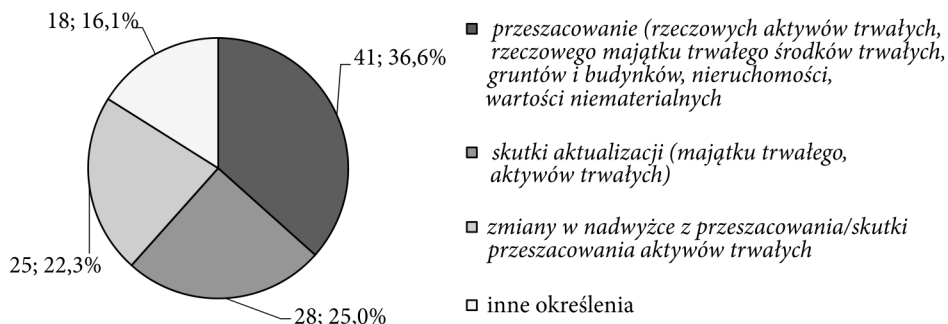
Wybitną heterogeniczność w stosowaniu określeń w sprawozdawczości spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych można stwierdzić w terminologii dotyczącej poszczególnych komponentów  *pozostałego wyniku całkowitego* . Skupiając się na pięciu podstawowych kategoriach:

- a)  *nadwyżka z przeszacowania środków trwałych i wartości niematerialnych (revaluation of property, plant, equipment and intangible assets),*
- b)  *zyski (straty) aktuarialne z tytułu programu określonych świadczeń pracowniczych (actuarial gains or losses on defined benefit pension obligations),*
- c)  *zyski (straty) wynikające z przeliczenia pozycji sprawozdania finansowego jednostki działającej za granicą (foreign currency translation adjustments),*
- d)  *zyski (straty) z tytułu przeszacowania składników aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży (gains or losses on re-measuring available-for-sale financial assets),*
- e)  *efektywna część zysków (strat) związanych z instrumentami zabezpieczającymi w ramach zabezpieczania przepływów pieniężnych (effective portion of gains or losses on the hedging instruments in a cash flow hedge),*

można co prawda dostrzec określone tendencje w wyborze, ale wielość różnorodnych określeń tej samej kategorii budzi wątpliwości w kontekście oceny jakości i porównywalności prezentowanych informacji finansowych.

Analizując wnikliwie używane przez spółki nazewnictwo w zakresie  *revaluation of property, plant, equipment and intangible assets*  (zmian w nadwyżce z przeszacowania środków trwałych i wartości niematerialnych), wskazać można z jednej strony na powtarzające się sformułowania (zob. rys. 3.10). Z drugiej zaś wyodrębnić należy kilkadziesiąt różnych określeń, indywidualnie stosowanych przez poszczególne przedsiębiorstwa (zob. tab. 3.16).

116 J. Gad,  *op. cit.* , s. 47.



**Rysunek 3.10.** Główne określenia na revaluation of property, plant, equipment and intangible assets stosowane przez badane spółki w latach 2009–2018 (ich liczba i udział w %)

**Źródło:** opracowanie własne.

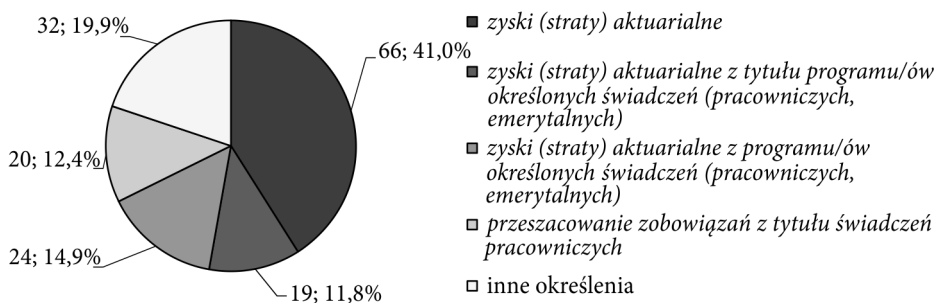
**Tabela 3.16.** Pojedyncze, indywidualnie stosowane przez spółki giełdowe określenia na revaluation of property, plant, equipment and intangible assets w latach 2009–2018

Określenia	Spółki
1	2
aktualizacja majątku trwałego	PROCHEM
aktualizacja wyceny środków trwałych	CALATRAVA
aktualizacja wyceny środków trwałych lub zbycie środków trwałych	INGBSK
amortyzacja wartości niematerialnych rozpoznana bezpośrednio w kapitale własnym	ASSECOPOL
korekta prawa wieczystego użytkowania gruntów	TRAKCJA
nadwyżka z przeszacowania rzeczowych aktywów trwałych	ROP CZYCE
nadwyżka z przeszacowania środków trwałych	ZREMB
odpis aktualizujący aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży	PROTEKTOR
przeszacowanie rzeczowych składników majątku trwałego	REDWOOD
przeszacowanie środków trwałych i wartości niematerialnych i prawnych	RADPOL
przeszacowanie w związku z reklasyfikacją do nieruchomości inwestycyjnych	FAMUR
reklasyfikacja gruntu z rzeczowych aktywów trwałych na nieruchomości inwestycyjne	IMMOBILE
rozliczenie z kapitału z aktualizacji wyceny	PLATYNINW
rozwiązanie rezerwy od przeszacowanych środków trwałych	AMICA
różnice wynikające z przeszacowania aktywów trwałych	MERCATOR
skutki przeszacowania rzeczowych aktywów trwałych	PATENTUS

Tabela 3.16 (cd.)

1	2
<i>sprzedaż nieruchomości inwestycyjnych</i>	ATREM
<i>wycena nieruchomości inwestycyjnych</i>	RELPOL
<i>wycena środków trwałych</i>	KREDYTIN
<i>wycena środków trwałych powyżej ceny zakupu</i>	UNIMA
<i>wynik z tytułu wyceny majątku trwałego</i>	BOWIM
<i>zmiany w nadwyżce z przeszacowania majątku trwałego</i>	LUBAWA
<i>zmiany w nadwyżce z przeszacowania rzeczowych aktywów trwałych</i>	ROPCZYCE
<i>zmiany w nadwyżce z przeszacowania środków trwałych</i>	MFO
<i>zmiany z przeszacowania</i>	NEWAG
<i>zwiększenie kapitałów z tytułu zwiększenia wartości środków trwałych</i>	ELZAB
<i>zysk z aktualizacji wyceny nieruchomości</i>	CDPROJEKT
<i>zyski (straty) z przeszacowania</i>	PRIMETECH
<i>zyski (straty) z tytułu wyceny inwestycji</i>	BEST
<i>zyski z przeszacowania</i>	UNIBEP
<i>zyski z przeszacowania odniesione na kapitał z aktualizacji wyceny</i>	TRAKCJA

**Źródło:** opracowanie własne.



**Rysunek 3.11.** Główne określenia na *actuarial gains or losses on defined benefit pension obligations* stosowane przez badane spółki w latach 2009–2018 (ich liczba i udział w %)

**Źródło:** opracowanie własne.

Poddając szczegółowej ocenie kolejny komponent pozostałego wyniku całkowitego, czyli *actuarial gains or losses on defined benefit pension obligations* (zyski bądź straty aktuarialne z tytułu programu określonych świadczeń pracowniczych), zdiagnozowano także rozległą niejednorodność w werbalizowaniu tej kategorii przez spółki giełdowe. Można co prawda wyodrębnić najczęściej powtarzające się sformułowania (zob. rys. 3.11), ale liczba indywidualnych, odmiennych określeń stosowanych przez konkretne jednostki jest niemal równa tym odnoszącym się do analizowanego wcześniej komponentu wyniku całkowitego (zob. tab. 3.17).

**Tabela 3.17.** Pojedyncze, indywidualnie stosowane przez spółki giełdowe określenia na *actuarial gains or losses on defined benefit pension obligations* w latach 2009–2018

<b>Określenia</b>	<b>Spółki</b>
1	2
<i>program motywacyjny</i>	FORTE
<i>program płatności akcjami</i>	EUCO
<i>przeszacowanie rezerwy na świadczenia emerytalne</i>	SYGNITY
<i>rezerwa na odprawy emerytalne – zyski aktuarialne</i>	SANPL
<i>wycena aktuarialna</i>	INTROL
<i>wycena metodą aktuarialną świadczeń pracowniczych</i>	BNPPPL
<i>wycena świadczeń emerytalnych i podobnych</i>	IMPEXMET
<i>wycena świadczeń pracowniczych</i>	STALEXP
<i>zmiana w wycenie zobowiązania z tytułu określonych świadczeń</i>	PFLEIDER
<i>zysk (strata) aktuarialna dotycząca rezerw na świadczenia pracownicze</i>	IZOSTAL
<i>zyski (straty) aktualne z tytułu określonych planów świadczeń emerytalnych</i>	CIGAMES
<i>zyski (straty) aktuarialne dotyczące programów określonych świadczeń</i>	PLASTBOX
<i>zyski (straty) aktuarialne dotyczące rezerw na świadczenia pracownicze</i>	STALPROFI
<i>zyski (straty) aktuarialne netto z tytułu programu określonych świadczeń</i>	ENEA
<i>zyski (straty) aktuarialne programów określonych świadczeń pracowniczych po okresie zatrudnienia</i>	PKPCARGO
<i>zyski (straty) aktuarialne z programów emerytalnych – programy określonych świadczeń</i>	CDPROJEKT
<i>zyski (straty) aktuarialne z tytułu odpraw emerytalnych</i>	WAWEL
<i>zyski (straty) aktuarialne z tytułu określonych planów świadczeń emerytalnych</i>	ATREM



Tabela 3.17 (cd.)

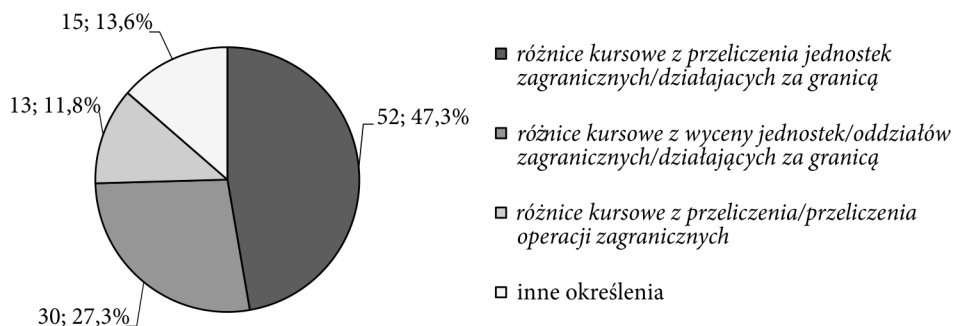
1	2
<i>zyski (straty) aktuarialne z tytułu świadczeń pracowniczych po okresie zatrudnienia</i>	PHARMENA
<i>zyski (straty) aktuarialne z tytułu wyceny świadczeń po okresie zatrudnienia</i>	INTERFERI
<i>zyski (straty) aktuarialne z tytułu wyceny świadczeń pracowniczych</i>	NOVITA
<i>zyski (straty) aktuarialne z wyceny programu określonych świadczeń</i>	HANDLOWY
<i>zyski (straty) aktuarialne z wyceny rezerw na świadczenia pracownicze</i>	CHEMOS
<i>zyski (straty) aktuarialne z wyceny rezerw na świadczenia pracownicze</i>	PGE
<i>zyski (straty) aktuarialne z wyceny świadczeń pracowniczych</i>	NEWAG
<i>zyski (straty) dotyczące wyceny świadczeń pracowniczych po okresie zatrudnienia</i>	ARTERIA
<i>zyski (straty) z przeszacowania świadczeń pracowniczych</i>	BORYSZEW
<i>zyski (straty) z tytułu zmiany założeń aktuarialnych</i>	ZREMB
<i>zyski (straty) z tytułu zmiany założeń aktuarialnych</i>	RADPOL
<i>zyski (straty) z wyceny aktuarialnej odpraw emerytalnych i rentowych</i>	KRUSZWICA
<i>zyski aktuarialne na rezerwach na świadczenia pracownicze</i>	REDAN
<i>zyski z przeszacowania planu określonych świadczeń pracowniczych</i>	NETIA

**Źródło:** opracowanie własne.

Głównym określeniem dla tej kategorii finansowej są *zyski (straty) aktuarialne...*, w różnych wersjach i kombinacjach, a także *przeszacowanie zobowiązań z tytułu świadczeń pracowniczych*. Za najbardziej zaskakujące można uznać dość precyzyjne, choć zgoła odmienne niż w pozostałych spółkach, sformułowania typu: *program motywacyjny, program płatności akcjami, rezerwa na odprawy emerytalne czy enigmatyczna wręcz zmiana w wycenie zobowiązania z tytułu określonych świadczeń*.

Trzeci z analizowanych komponentów pozostałego wyniku całkowitego – *foreign currency translation adjustments (zyski lub straty wynikające z przeliczenia pozycji sprawozdania finansowego jednostki działającej za granicą)* również doczekał się w praktyce spółek giełdowych rozlicznych terminów, choć najbardziej ze sobą zbieżnych i porównywalnych w treści w zestawieniu z dotychczas analizowanymi. Najbardziej charakterystyczne i najczęściej występujące wyrażenia z tej kategorii to *różnice kursowe z przeliczenia... bądź wyceny...*, które dotyczą *jednostek zagranicznych, oddziałów zagranicznych, jednostek działających za granicą czy operacji zagranicznych*. Na taką nomenklaturę zdecydowało się bowiem ponad 80% spółek wykazujących ten komponent pozostałego wyniku całkowitego w swoich raportach (zob. rys. 3.12). Względnie

mniej, w porównaniu z pozostałymi kategoriami, odnotowano także w tym wypadku przykładów indywidualnego nazewnictwa (zob. tab. 3.18).



**Rysunek 3.12.** Główne określenia na *foreign currency translation adjustments* stosowane przez badane spółki w latach 2009–2018 (ich liczba i udział w %)

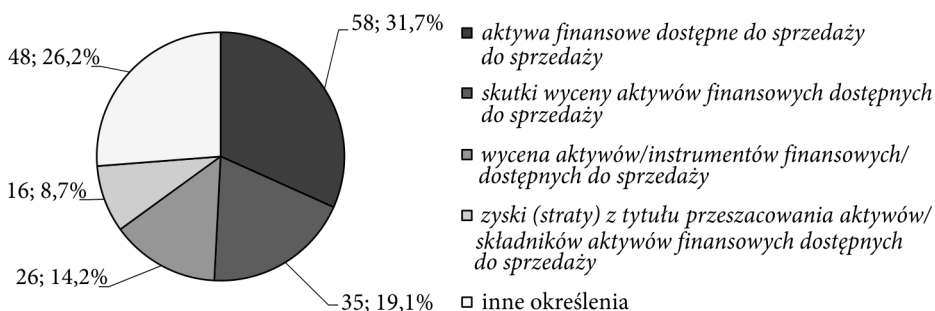
**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela 3.18.** Pojedyncze, indywidualnie stosowane przez spółki giełdowe określenia na *foreign currency translation adjustments* w latach 2009–2018

Określenia	Spółki
<i>różnice kursowe powstałe z przeliczenia jednostek zagranicznych</i>	SYNEKTIK
<i>różnice kursowe z konsolidacji</i>	KBDOM
<i>różnice kursowe z przeliczenia działalności zagranicznej</i>	ATREM
<i>różnice kursowe z przeliczenia jednostek zależnych</i>	CORMAY
<i>różnice kursowe z przeliczenia sprawozdań finansowych</i>	ELBUDOWA
<i>różnice kursowe z przeliczenia waluty funkcjonalnej</i>	08OCTAVA
<i>różnice kursowe z przeliczenia waluty funkcjonalnej na walutę prezentacji</i>	GROCLIN
<i>różnice kursowe z tytułu wyceny jednostek zagranicznych</i>	REDWOOD
<i>różnice kursowe z wyceny oddziałów działających za granicą</i>	DROZAPOL
<i>różnice kursowe z wyceny oddziałów zagranicznych</i>	BUDIMEX
<i>różnice z przeliczenia jednostek zagranicznych</i>	YOLO
<i>różnice z przewalutowania danych oddziału</i>	MERCATOR
<i>zapłacony podatek za granicą</i>	MOSTALZAB
<i>zysk (strata) z tytułu różnic kursowych z przeliczenia jednostek zagranicznych</i>	IDEON
<i>zyski (straty) wynikające z przeliczenia pozycji sprawozdań finansowych jednostek działających za granicą</i>	ENERGOINS

**Źródło:** opracowanie własne.

Najwyraźniejsze zróżnicowanie występuje w odniesieniu do prezentacji informacji o zyskach (stratach) z tytułu przeszacowania składników aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży (*gains or losses on re-measuring available-for-sale financial assets*). Agregując określenia wykorzystywane najczęściej w tej kategorii, należy wskazać, że większość spółek publicznych w Polsce posługuje się skróconym wyrażeniem *aktywa finansowe dostępne do sprzedaży* (*available-for-sale financial assets*) (zob. rys. 3.13). Znaczna część z nich używa także szerszej wersji, czyli *wyceny/skutki wyceny aktywów/instrumentów finansowych/dostępnych do sprzedaży*.



**Rysunek 3.13.** Główne określenia na *gains or losses on re-measuring available-for-sale financial assets* stosowane przez badane spółki w latach 2009–2018 (ich liczba i udział w %)

**Źródło:** opracowanie własne.

Mnogość określeń tej kategorii finansowej w praktyce sprawozdawczej wynika w głównej mierze z indywidualnego, czasem niestandardowego tłumaczenia na język ojczysty i własnej, daleko idącej nadinterpretacji. Widowym świadectwem różnorodności w tym zakresie jest liczba 27 spółek stosujących swoją nomenklaturę (zob. tab. 3.19). Na szczególną uwagę zasługują wyrażenia takie jak: *aktywa finansowe wyceniane przez kapitał*, *inwestycje w instrumenty kapitałowe*, *wycena papierów wartościowych* czy *wynik z tytułu aktualizacji wyceny inwestycji*, które dla beneficjentów sprawozdań finansowych mogą być wieloznaczne lub wręcz niezrozumiałe, a już z pewnością nieporównywalne z określeniami stosowanymi przez inne spółki.

**Tabela 3.19.** Pojedyncze, indywidualnie stosowane przez spółki giełdowe określenia na *gains or losses on re-measuring available-for-sale financial assets* w latach 2009–2018

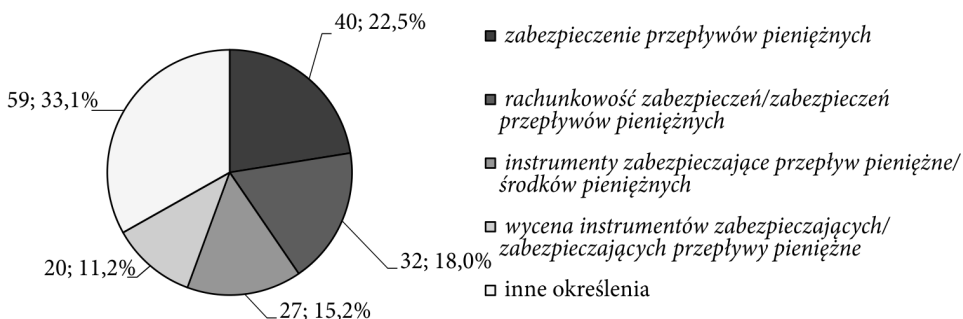
Określenia	Spółki
1	2
<i>aktualizacja wartości aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży</i>	PKOBP
<i>aktualizacja wyceny aktywów dostępnych do sprzedaży</i>	WIKANA
<i>aktualizacja wyceny aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży</i>	PGNIG
<i>aktualizacja wyceny długoterminowych aktywów finansowych</i>	CALATRAVA

1	2
<i>aktywa finansowe przeznaczone do sprzedaży</i>	ATREM
<i>aktywa finansowe wyceniane przez kapitał</i>	MCI
<i>efekt wyceny instrumentów z portfela „dostępne do sprzedaży”</i>	MILLENNIUM
<i>inne całkowite dochody z tytułu aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży</i>	INC
<i>inne całkowite dochody z wyceny instrumentów finansowych</i>	ZYWIEC
<i>inwestycje dostępne do sprzedaży</i>	BNPPPL
<i>inwestycje w instrumenty kapitałowe</i>	LUBAWA
<i>różnice z wyceny</i>	STALPROD
<i>skutki wyceny aktywów finansowych</i>	CIGAMES
<i>skutki wyceny instrumentów kapitałowych</i>	KRAKCHEM
<i>wycena inwestycji dostępnych do sprzedaży</i>	ELBUDOWA
<i>wycena papierów wartościowych</i>	RELPOL
<i>wynik na instrumentach finansowych przeznaczonych do sprzedaży</i>	PCM
<i>wynik z tytułu aktualizacji wyceny inwestycji</i>	BOWIM
<i>zmiana aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży</i>	BEST
<i>zmiana wartości inwestycji dostępnych do sprzedaży</i>	GRUPAAZOTY
<i>zmiana wyceny aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży</i>	MBANK
<i>zyski (straty) z instrumentów kapitałowych</i>	IMPEXMET
<i>zyski (straty) z przeszacowania aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży</i>	ADIUVO
<i>zyski (straty) z rewaluacji aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży</i>	INGBSK
<i>zyski (straty) z tytułu sprzedaży i przeszacowania składników aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży</i>	IMPERA
<i>zyski (straty) z tytułu wyceny długoterminowych aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży</i>	PROJPRZEM
<i>zyski (straty) z wyceny aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży</i>	CORMAY

**Źródło:** opracowanie własne.

W odniesieniu do piątego, ostatniego analizowanego komponentu pozostałego wyniku całkowitego – *effective portion of gains or losses on the hedging instruments*

in a cash flow hedge (efektywnej części zysków/strat związanych z instrumentami zabezpieczającymi w ramach zabezpieczania przepływów pieniężnych), należy stwierdzić mniejszy stopień różnorodności w nazewnictwie w porównaniu z poprzednimi kategoriami, choć nie aż taki jak w wypadku różnic kursowych. Zaobserwowano, że w spółkach najczęściej posługiwano się terminami zabezpieczenie przepływów pieniężnych, rachunkowość zabezpieczeń/zabezpieczeń przepływów pieniężnych bądź instrumenty zabezpieczające przepływy pieniężne/środków pieniężnych (zob. rys. 3.14).



**Rysunek 3.14.** Główne określenia na *effective portion of gains or losses on the hedging instruments in a cash flow hedge* stosowane przez badane spółki w latach 2009–2018 (ich liczba i udział w %)

**Źródło:** opracowanie własne.

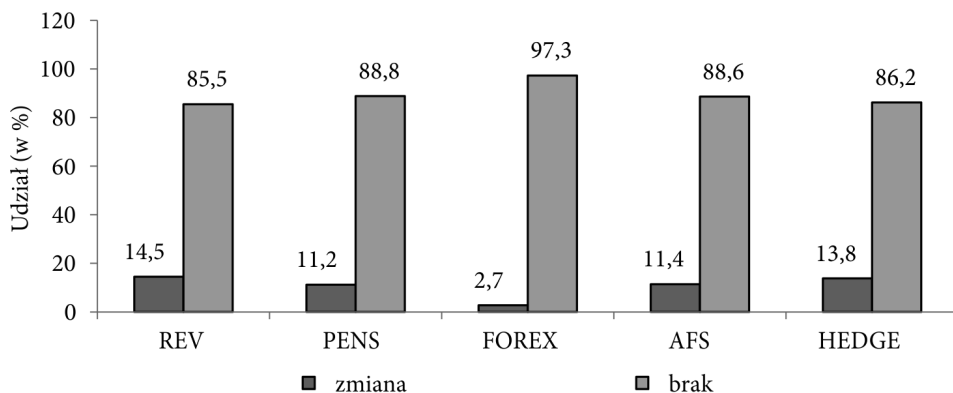
Co ważne, nawet w wypadku niestandardowego, indywidualnego określania zysków bądź strat związanych z instrumentami zabezpieczającymi uwagę czytelnika sprawozdania finansowego zawsze kieruje się na kwestię *hedgingu* (zabezpieczenia), używając sformułowań takich jak: *instrumentu/-ów zabezpieczającego/-ych, transakcji zabezpieczających, powiązania zabezpieczającego, wyniku z zabezpieczeń* czy *wyceny zabezpieczeń* (zob. tab. 3.20).

Problem niejednorodności nomenklatury dotyczącej elementów pozostałego wyniku całkowitego wzmacnia się dodatkowo wskutek niestałości decyzji spółek w tym zakresie. Mając na względzie poczynione obserwacje, w dłuższej perspektywie (dziesięciu lat objętych badaniem) okazuje się, że największy chaos i zamieszanie interpretacyjne panuje w spółkach w odniesieniu do dwóch kategorii – zmian w nadwyżce z przeszacowania środków trwałych i wartości niematerialnych oraz efektywnej części zysków (strat) związanych z instrumentami zabezpieczającymi przepływy pieniężne (zob. rys. 3.15). W tym kontekście najbardziej jednolite podejście spółek zaobserwowano z kolei w wypadku kategorii zysków (strat) wynikających z przeliczenia sprawozdań finansowych jednostki działającej za granicą.

**Tabela 3.20.** Pojedyncze, indywidualnie stosowane przez spółki giełdowe określenia na *effective portion of gains or losses on hedging instruments in a cash flow hedge* w latach 2009–2018

<b>Określenia</b>	<b>Spółki</b>
<i>efekt wyceny instrumentu zabezpieczającego</i>	HARPER
<i>efektywna część powiązania zabezpieczającego w rachunkowości zabezpieczeń przepływów pieniężnych</i>	INGBSK
<i>efektywna część zmian wartości instrumentów zabezpieczających</i>	GPW
<i>efektywna część zysku z wyceny wartości instrumentów zabezpieczających</i>	PFLEIDER
<i>instrumenty zabezpieczające przepływy</i>	AMICA
<i>niezrealizowany wynik z zabezpieczeń przepływów pieniężnych</i>	IDEABANK
<i>rezerwa z tytułu stosowania zabezpieczenia przepływów pieniężnych</i>	CIECH
<i>skutki wyceny instrumentów pochodnych zabezpieczających przepływy pieniężne</i>	PEKAO
<i>skutki wyceny instrumentów zabezpieczających przepływy pieniężne</i>	ORZBIALY
<i>wycena instrumentów zabezpieczających</i>	PCCEXOL
<i>wycena instrumentów finansowych zabezpieczających przepływy pieniężne</i>	PANOVA
<i>instrumenty zabezpieczające</i>	PKNORLEN
<i>wycena transakcji zabezpieczających/wynik na rachunkowości zabezpieczeń</i>	EUROCASH
<i>zabezpieczenie przychodów poprzez rachunkowość zabezpieczeń</i>	LENA
<i>zabezpieczenie strumieni pieniężnych</i>	REDAN
<i>zyski (straty) z tytułu instrumentów zabezpieczających przepływy pieniężne</i>	NETIA
<i>zyski (straty) z tytułu wyceny zabezpieczeń przepływów środków pieniężnych</i>	POLIMEXMS
<i>zyski (straty) z tytułu zastosowania rachunkowości zabezpieczeń</i>	MAKARONPL
<i>zyski (straty) z wyceny instrumentów zabezpieczających</i>	ARTERIA
<i>zyski (straty) z wyceny transakcji zabezpieczających</i>	GTC

**Źródło:** opracowanie własne.



Oznaczenia: REV – nadwyżka z przeszacowania środków trwałych i wartości niematerialnych, PENS – zyski (straty) aktuarialne z tytułu programu określonych świadczeń pracowniczych, FOREX – zyski (straty) wynikające z przeliczenia pozycji sprawozdania finansowego jednostki działającej za granicą, AFS – zyski (straty) z tytułu przeszacowania składników aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży, HEDGE – efektywna część zysków (strat) związanych z instrumentem zabezpieczającym w ramach zabezpieczenia przepływów pieniężnych

**Rysunek 3.15.** Decyzje w zakresie nomenklatury komponentów pozostałego wyniku całkowitego podejmowane przez spółki w latach 2009–2018

**Źródło:** opracowanie własne.

Podsumowując przeprowadzone badania dotyczące stopnia heterogeniczności określeń dotyczących poszczególnych kategorii finansowych związanych ze sprawozdaniem z wyniku całkowitego, należy wskazać, że w praktyce gospodarczej spółek notowanych na GPW brakuje spójnego nazewnictwa w tym zakresie. Wiadomo, że nie chodzi w tym wypadku o stosowanie homogenicznego wzorca określeń, kategorycznie i obligatoryjnie przestrzeganego przez wszystkie spółki publiczne, gdyż stałoby to w sprzeczności z ideą elastyczności prezentowania sprawozdań finansowych, postulowaną w MSR<sup>117</sup>, ale dowolność i wielorakość używanej terminologii w wypadku analizowanych spółek przynosi zdaniem autora rezultat wprost przeciwny do zamierzonego. Stosowanie różnorodnych określeń dla tych samych kategorii finansowych jest dopuszczalne tylko wówczas, gdy ich znaczenie jest zrozumiałe<sup>118</sup>. Wykazane zróżnicowanie nomenklatury, dotyczącej nie tyle wyniku całkowitego bądź sprawozdania z wyniku całkowitego, ale poszczególnych komponentów pozostałego wyniku całkowitego, prowadzi do chaosu informacyjnego i nie służy jakości danych przekazywanych beneficjentom sprawozdań finansowych.

117 Zob. pkt 2.4.

118 International Accounting Standards Board, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, *op. cit.*, MSR, par. 7.

Otrzymane rezultaty badań potwierdziły zatem hipotezę badawczą H<sub>1</sub>, że w praktyce sprawozdawczej spółek giełdowych w Polsce obserwuje się znaczną niejednorodność w zakresie formy i prezentacji wyniku całkowitego, co nie sprzyja jakości informacyjnej tej kategorii ekonomicznej.

Za słuszne należy uznać spostrzeżenie Wolfganga Ballwiesera i Silvii Hettich, że niska użyteczność raportowania wyniku całkowitego dla potrzeb controllingu finansowego spółek wynika przede wszystkim z niejednorodnego interpretowania nie tylko pozycji wyniku całkowitego, ale zysku jako takiego<sup>119</sup>. Wskutek wielości, czasem niekonwencjonalności określeń dla tej samej kategorii w praktyce sprawozdawczej spółek giełdowych problemem staje się przydatność takich informacji, kojarzona głównie z ich porównywalnością, nie tylko z danymi ujawnianymi przez inne jednostki, ale także podobnymi informacjami prezentowanymi za kolejne okresy sprawozdawcze. Tym samym w celu ułatwienia zarówno wewnętrznym, jak i zewnętrznym użytkownikom sprawozdań finansowych wnikliwszych analiz oraz trafniejszych ocen spółki na tle innych jednostek, istnieje konieczność zachowania swoistej równowagi między dowolnością i elastycznością terminologiczną a przydatnością (użytecznością) prezentowanych informacji finansowych. Można zatem uznać za słuszną opinię Petera Clarksona i in., badających rynek europejski i australijski, że implementacja międzynarodowych regulacji sprawozdawczych bezspornie zapewnia względną porównywalność raportów różnych przedsiębiorstw<sup>120</sup>.

Autorzy prowadzący dotychczasowe badania związane z formą prezentacji sprawozdania z wyniku całkowitego, na podstawie wybranych spółek giełdowych w Polsce, podkreślają także, że podmioty prezentowały nie tylko różne pozycje pozostałego wyniku całkowitego, odmienną ich liczbę, ale przede wszystkim stosowały także różnorodne nazewnictwo dla tej samej pozycji sprawozdawczej<sup>121</sup>. Takie podejście sprawia, jak zauważa Bek-Gaik, że nie daje się określić jednej, powszechnie stosowanej zasady. Można z jednej strony stworzyć przyjęty w praktyce standard takiego sprawozdania, co umożliwi analizę porównawczą, w obecnych warunkach pracochłonną i wymagającą poszukiwania danych w wielu notach objaśniających do sprawozdania<sup>122</sup>. Z drugiej zaś strony Richard Barker argumentuje, że poszczególne składniki wyniku całkowitego, podobnie jak m.in. zysku bądź zysku operacyjnego,

119 W. Ballwieser, S. Hettich, *Das IASB-Projekt Reporting Comprehensive Income: Bedeutung für das Controlling*, „Zeitschrift für Controlling und Management” 2004, Bd. 48, Hf. 8.

120 P. Clarkson et al., *The Impact of IFRS Adoption on the Value Relevance of Book Value and Earnings*, „Journal of Contemporary Accounting & Economics” 2011, vol. 7, no. 1.

121 Por. B. Bek-Gaik, *Sprawozdawczy wymiar...*, s. 232; eadem, *Prezentacja innych dochodów całkowitych w sprawozdaniach finansowych wybranych spółek publicznych w Polsce w latach 2009–2011*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2013, t. 70, nr 126; M. Marcinkowska, *Istota...*; A. Szychta, *Dochody...*, s. 82; eadem, D. de la Rosa, *op. cit.*; E. Walińska, *Bilans...*; P. Wójtowicz, *op. cit.*

122 B. Bek-Gaik, *Prezentacja...*, s. 22.



z natury nie mogą być definiowane w zadowalający sposób w celu ustanawiania standardów<sup>123</sup>. W 1997 roku zwrócono już uwagę na fakt, że składniki wyniku całkowitego stanowią kategorie bliżej nieokreślone<sup>124</sup>. Hans Hoogervorst stwierdza wręcz jednoznacznie, że różnica między wynikiem finansowym netto a wynikiem całkowitym wyrażana za pomocą sformułowania *inne pozycje całkowitych dochodów* nie jest jasno określona, a obliczanie wyników całkowitych na podstawie sprawozdań zgodnych z wymogami Międzynarodowych Standardów Rachunkowości jest trudne i jednocześnie narażone na ewentualne manipulacje ze strony kierownictwa<sup>125</sup>. Alex Yen i in. zwracają ponadto uwagę, że 70% komentarzy do wprowadzonego standardu SFAS nr 130 (Raportowanie wyniku całkowitego) odnosiło się do niejasności związanych z definiowaniem wyniku całkowitego i jego komponentów<sup>126</sup>.

Wielu autorów argumentuje, że po obowiązkowym przyjęciu standardów MSR w Europie nadal istnieją powody i możliwości do stosowania w poszczególnych krajach różnych praktyk księgowych, które w ramach obowiązujących rozwiązań legislacyjnych wynikają m.in. z oportunistu menedżerów, gdyż to oni dokonują określonych wyborów w zakresie ujawniania składników pozostałego wyniku całkowitego<sup>127</sup>. Zdaniem tych badaczy dotyczy to w szczególności pozycji takich jak przeszacowanie składników majątkowych bądź zyski i straty aktuarialne. Tym samym nie tylko poziom, ale przede wszystkim skład pozostałego wyniku całkowitego różni się w poszczególnych krajach, czyniąc te dane mało porównywalnymi, wręcz bezużytecznymi w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Istnienie zróżnicowanych praktyk Międzynarodowych Standardów Rachunkowości w Europie nie jest z zasady kwestionowane, gdyż w skali międzynarodowej istnieją naturalne różnice w sprawozdaniach z wyniku całkowitego wynikające głównie z problemów z tłumaczeniem określeń odnoszących się do poszczególnych pozycji<sup>128</sup>, luk w MSR i elastyczności przepisów z nimi związanych<sup>129</sup>. Natomiast w wielu wypadkach forma i zakres prezentacji wyniku całkowitego wynika z realizacji partykularnych interesów poszczególnych podmiotów. Na przykład spółki chcące pozyskać kapitał z zewnątrz będą skłonne do preferowania zasady przeszacowania

123 R. Barker, *Reporting Financial Performance*, „Accounting Horizons” 2004, vol. 18, no. 2.

124 T.J. Linsmeier et al., *An Issues Paper on Comprehensive Income*, „Accounting Horizons” 1997, vol. 18, no. 2.

125 H. Hoogervorst, *The Imprecise Nature of Accounting: Questions on Measurement, Standard Setting and the IASB’s Course for the Future*, „The CPA Journal” 2012, vol. 82, no. 8.

126 A.C. Yen, E. Hirst, P.E. Hopkins, *A Content Analysis of the Comprehensive Income Exposure Draft Comment Letters*, „Research in Accounting Regulation” 2007, vol. 19.

127 Por. C.W. Nobes, R. Parker, *Comparative International Accounting*, 11th ed., Financial Times Prentice Hall, Harlow 2010; E. Kvaal, C.W. Nobes, *IFRS Policy Changes and the Continuation of National Patterns of IFRS Practice*, „European Accounting Review” 2012, vol. 21, no. 2.

128 L. Evans, *Language, Translation and the Problem of International Accounting Communication*, „Accounting, Auditing and Accountability Journal” 2004, vol. 17, no. 2.

129 A. Mechelli, *Accounting Harmonization and Compliance in Applying IASB Standards: An Empirical Survey about the First Time Adoption of IAS 7 by Italian Listed Firms*, „Accounting in Europe” 2009, vol. 6, no. 2.

środków trwałych w celu dostarczenia inwestorom bieżących wycen według wartości godziwej, podczas gdy inne podmioty, mające znikomą potrzebę przyciągania zewnętrznego kapitału, może cechować podejście do prezentowania takich informacji tylko i wyłącznie w momencie realizacji inwestycji. W rezultacie prowadzi to do sytuacji, gdy te same zdarzenia gospodarcze (np. wzrost wartości rynkowej gruntów oraz budynków lub obecność zysków i strat aktuarialnych) mogą być odzwierciedlane w sprawozdawczości w odmienny sposób w różnych podmiotach w krajach europejskich, w zależności od motywacji wpływających na wybory menedżerów podczas sporządzania sprawozdań finansowych.

Przyjmując za Christopherem Nobesem i Robertem Parkerem, za główne determinanty odmiennych praktyk Międzynarodowych Standardów Rachunkowości można uznać różnice między podmiotami w zakresie źródeł pozyskanego kapitału (własny bądź obcy) i rodzaju akcjonariuszy (wewnętrzni bądź zewnętrzni)<sup>130</sup>. W wielu krajach europejskich (np. Niemczech i Włoszech) kapitał dostarczany jest głównie przez banki, a systemy rachunkowości są zobligowane do obliczania ostrożnego, wiarygodnego i często podlegającego opodatkowaniu zysku. W tych krajach spółki są zwykle kontrolowane przez rodziny, banki lub rządy działające jako zaufani akcjonariusze mogący uzyskiwać informacje ograniczone lub bez potrzeby ich publicznego ujawniania, w przeciwieństwie do spółek amerykańskich, w większym stopniu zmotywowanych do stylu sprawozdawczości zgodnego z MSR. W krajach, gdzie kapitał pochodzi głównie od zewnętrznych akcjonariuszy (np. Wielkiej Brytanii czy Holandii) systemy rachunkowości muszą odpowiadać silnym rynkom akcji, a od sprawozdawczości finansowej wymaga się dostarczania należnych informacji inwestorom wykorzystującym je w podejmowaniu indywidualnych decyzji finansowych<sup>131</sup>.

Odmienności w prezentowaniu sprawozdań finansowych sporządzanych przez spółki notowane na europejskich giełdach powoli się zacierają. Mimo to kwestia przestrzegania prawa i przepisów dotyczących ochrony inwestorów w zakresie dostępu do wiarygodnych oraz rzetelnych informacji nadal pozostaje ważnym problemem, gdyż nawet najlepsze standardy rachunkowości stają się nieistotne w obliczu nieegzekwowania prawa, pozostając przepisami wyłącznie na papierze<sup>132</sup>. Wielka dbałość rządów poszczególnych krajów o jakość publikowanych informacji, szczególnie przez spółki publiczne, powinna stanowić gwarancję wiernego odzwierciedlania zjawisk ekonomiczno-finansowych dla różnych grup użytkowników dysponujących zróżnicowaną wiedzą i doświadczeniem. Dane te powinny być ponadto zrozumiałe, czyli łatwe do odczytania i zinterpretowania. Aspekt ten zdaniem autora

130 C.W. Nobes, R. Parker, *op. cit.*, s. 36.

131 A. Ali, L. Hwang, *Country-specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data*, „Journal of Accounting Research” 2000, vol. 38, no. 1.

132 O.K. Hope, *Firm-Level Disclosure and the Relative Roles of Culture and Legal Origin*, „Journal of International Financial Management & Accounting” 2003, vol. 14, no. 3.

nabiera szczególnego znaczenia w odniesieniu do użyteczności owych informacji dla inwestorów podejmujących na ich podstawie decyzje na rynku kapitałowym. Ważną grupą użytkowników tych danych są również analitycy giełdowi, oceniający sytuację spółek i wydający inwestorom rekomendacje w zakresie podejmowanych inwestycji. Ocena jakości informacyjnej i użyteczności decyzyjnej wyniku całkowitego oraz jego komponentów przez podmioty rynku kapitałowego stanowi obszar badań przedstawionych w następujących rozdziałach.

## Rozdział 4

# Analiza komparatywna wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto spółek giełdowych

Jednym z ważnych wniosków płynących z badań empirycznych opisanych w poprzednim rozdziale jest wyraźna różnorodność nie tylko w sposobie prezentacji czy nomenklaturze sprawozdania z wyniku całkowitego, lecz w głównej mierze w formie i strukturze raportowania pozostałego wyniku całkowitego oraz nazewnictwa jego komponentów. Liczne możliwości stosowania różnych określeń dla tych samych pozycji sprawozdawczych oraz indywidualne podejście spółek do formy i struktury prezentacji nie służą jakości informacyjnej oraz użyteczności sprawozdań finansowych. Powstaje w związku z tym pytanie, jak w porównaniu z wynikiem finansowym netto ocenia się dotychczas w literaturze przedmiotu istotność wyniku całkowitego dla podmiotów rynku kapitałowego?

Wynik całkowity stanowił i nadal stanowi przedmiot wielu kontrowersji. Uważa się, że od samego początku implementacji do sprawozdawczości finansowej jego praktyczne zastosowanie było kwestią sporną dla teoretyków i praktyków rachunkowości, ekonomii, finansów czy zarządzania<sup>1</sup>. Główną intencją, jaka przyświecała obowiązkowemu włączeniu kategorii wyniku całkowitego do sprawozdawczości finansowej spółek giełdowych, jak podkreślono w rozdziale drugim, było zapewnienie informacjom przekazywanym rynkom finansowym jak największej użyteczności<sup>2</sup>.

Głównym celem tego rozdziału jest zidentyfikowanie prezentowanych w literaturze przedmiotu opinii, poglądów i dowodów empirycznych koncentrujących się zasadniczo na rozstrzygnięciu dyskusyjnej sprawy, który z wyników finansowych – netto czy całkowity – jest ważniejszą kategorią ekonomiczną służącą rynkom finansowym za podstawę różnego rodzaju analiz ekonomicznych, a w rezultacie – który

---

1 A.C. Yen, D.E. Hirst, P.E. Hopkins, *A Content Analysis of the Comprehensive Income Exposure Draft Comment Letters*, „Research in Accounting Regulation” 2007, vol. 19.

2 J. Gierusz, *Postulowana forma ujawnień w sprawozdaniu z całkowitych dochodów*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2013, nr 314, s. 31–32.

z nich ma większą wagę decyzyjną dla inwestorów. Głównym przedmiotem badań porównawczych jest istotność informacyjna dla podmiotów rynku kapitałowego obu tych kategorii, zarówno w wymiarze oceny ich możliwego wpływu na efektywność ekonomiczną przedsiębiorstwa i jego wartość rynkową, jak też użyteczność dla oceny przyszłych rezultatów finansowych.

W rozdziale przedstawiono także rezultaty analiz empirycznych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych, przeprowadzone pod kątem zróżnicowania wartości wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto oraz analizy komponentów pozostałego wyniku całkowitego. Realizacja tych badań miała na celu weryfikację hipotezy badawczej  $H_2$  głoszącej, że w odniesieniu do spółek giełdowych w Polsce wartość wyniku całkowitego cechuje większa zmienność niż wartość wyniku finansowego netto, co ogranicza użyteczność tego miernika dla podmiotów rynku kapitałowego. Można wobec tego postawić pytanie badawcze: czy różnica ta wynika z różnorodności i niejednorodności komponentów pozostałego wyniku całkowitego? Odpowiedź na nie stworzy możliwość nie tylko dla wykazania zróżnicowanej polityki informacyjnej spółek notowanych na GPW, ale również roli asymetrii informacji bądź nieefektywności informacyjnej polskiego rynku kapitałowego, które prowadzą do pojawienia się trudności w wyborze właściwej podstawy referencyjnej przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Większa zmienność wartości wyniku całkowitego, jak również duża skala odchylen między wartościami wyniku finansowego netto i wyniku całkowitego, mogą mieć wpływ na efektywność ekonomiczną i wartość rynkową spółek giełdowych, co stanowi główny nurt badań zaprezentowanych w dwóch ostatnich rozdziałach monografii.

#### **4.1. Zalety i wady wyniku całkowitego oraz wyniku finansowego netto jako mierników efektywności ekonomicznej**

Zdaniem Walińskiej „wynik całkowity to wyznacznik nowej epoki gospodarczej, w której dominującą siłą jest rynek finansowy”<sup>3</sup>. Inwestorzy na rynku finansowym reagują na informacje publikowane przez spółki, wywierając jednocześnie wpływ na menedżerów tych jednostek w zakresie treści raportów finansowych wykraczających nawet poza obligatoryjne dane<sup>4</sup>.

3 E. Walińska, *Przychody rozliczane w czasie w świetle koncepcji wyniku całościowego*, [w:] A. Karmańska (red.), *Nauka o rachunkowości na progu gospodarki opartej na wiedzy*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013, s. 653.

4 M. Mironiuc, M.C. Huian, *Study of the Congruence between Accounting Numbers and Stock Market Variables through Comprehensive Income: Empirical Evidence for Romania Companies*

Obowiązek publikowania komponentów wyniku całkowitego został wprowadzony nie tylko w celu zmniejszenia asymetrii informacji. Dostrzeżono bowiem kilka wartościowych atrybutów tej kategorii niedostarczanych przez wynik finansowy netto. Wynik całkowity zawiera z jednej strony dane finansowe, za które menedżerowie odpowiadają wobec akcjonariuszy (wynik finansowy netto), z drugiej zaś dane finansowe wynikające ze zmian wartości różnego rodzaju aktywów będących niekiedy poza kontrolą kierownictwa, od którego oczekuje się odpowiedzialności za przyszłe wpływy środków pieniężnych (pozostały wynik całkowity). Podejście to może zatem w większym stopniu sprzyjać kompleksowej i bezpośredniej wycenie aktywów spółki przez inwestorów, bez omijania skutków zwykłych transakcji gospodarczych. Zakres wyniku całkowitego, jak zaznaczają Kiridaran Kanagaretman i in., ma nie tylko szerszy zasięg problemowy w porównaniu z wynikiem finansowym netto, lecz zawiera także szereg ważnych źródeł związanych z tworzeniem wartości przedsiębiorstwa i czynnikami kreującymi jego przyszłe wyniki finansowe<sup>5</sup>. Z zasady powinien więc stanowić przydatniejszą kategorię w analizie ekonomicznej niż wynik finansowy netto.

Analiza literatury przedmiotu pozwala wskazać nie tylko mocne strony, ale także słabości wyniku całkowitego, dostarczając jednocześnie beneficjentom sprawozdań finansowych określonych argumentów i kontrargumentów w kontekście wykorzystywania tej kategorii do podejmowania decyzji. Wyniki przeprowadzonych badań, zarówno przed wprowadzeniem standardu SFAS 130 w 1997 roku, jak również po jego rozpowszechnieniu, spotykają się z wieloma rozbieżnymi opiniami zwolenników i przeciwników wyniku całkowitego jako kategorii ekonomicznej<sup>6</sup>.

Najczęściej przytaczanym przez zwolenników wyniku całkowitego argumentem jest fakt jego większej wartości informacyjnej w stosunku do „tradycyjnych” wyników finansowych (w tym wyniku finansowego netto)<sup>7</sup> (zob. tab. 4.1). Entuzjaści tej kategorii

---

Quoted On the Regulated Market, „Accounting and Management Information Systems” 2016, vol. 15, no. 3.

- 5 K. Kanagaretman, R. Mathieu, M. Shehata, *Usefulness of Comprehensive Income Reporting in Canada*, „Journal of Accounting and Public Policy” 2009, vol. 28, no. 4.
- 6 Porównanie chociażby badań Dhaliwala i in., przeprowadzonych na danych sprzed 1997 roku, oraz Chambersa i in. w 2007 roku, co ważne przy wykorzystaniu tej samej metodologii, wskazuje, że wyniki uzyskane przez tego ostatniego uznają wynik całkowity za istotny informacyjny, w przeciwieństwie do poprzednich analiz. Por. D. Dhaliwal, K.R. Subramanyam, R. Trezevant, *Is Comprehensive Income Superior to Net Income as a Measure of Firm Performance*, „Journal of Accounting and Economics” 1999, vol. 26, no. 1–3; D. Chambers et al., *An Evaluation of SFAS No. 130 Comprehensive Income Disclosure*, „Review of Accounting Studies” 2007, vol. 12.
- 7 G.C. Biddle, J.H. Choi, *Is Comprehensive Income Useful?*, „Journal of Contemporary Accounting and Economics” 2006, vol. 2, no. 1; K. Kanagaretman, R. Mathieu, M. Shehata, *op. cit.*; L.S. Bamber et al., *Comprehensive Income: Who's Afraid of Performance Reporting?*, „The Accounting Review” 2010, vol. 85, no. 1; P. Pronobis, H. Zülch, *The Predictive Power of Comprehensive Income and its Individual Components under IFRS*, „Problems and Perspectives in

twierdzą, że zyskuje ona na znaczeniu nie tyle w odniesieniu do sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstw, co decyzji użytkowników dotyczących inwestowania i finansowania<sup>8</sup>, skupiając jednocześnie uwagę na użyteczności tej kategorii w ekonomii czy finansach. Wielu oponentów podaje z kolei przeciwne argumenty, twierdząc, że wynik całkowity wprowadza chaos i niepewność oraz wstrzymuje podejmowanie decyzji<sup>9</sup>, a także zawiera zewnętrzne i nieprzejrzyste elementy umniejszające jego zalety jako miernika efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa<sup>10</sup>.

**Tabela 4.1.** Zalety wyniku całkowitego jako miernika efektywności ekonomicznej (w porównaniu z wynikiem finansowym netto)

Autorzy	Spostrzeżenia
1	2
M. Keating (1999)	wynik całkowity jest wskaźnikiem umiejętności i kwalifikacji kierownictwa
S.A. Hillegeist, F. Penalva (1999)	wynik całkowity ma większą wartość informacyjną, wykraczającą poza dane wyniku finansowym netto
T.S. Ahn, W.S. Choi (2002); K. Kubota i in. (2006); V. Demir i in. (2011)	wynik całkowity jest ważniejszą kategorią finansową niż wynik finansowy netto
J.H. Choi, Y. Zang (2006)	z punktu widzenia zawartości informacyjnej wynik całkowity jest użyteczniejszy decyzyjnie niż wynik finansowy netto
L.D. Hodder i in. (2006)	wynik całkowity daje pełniejszą informację o ryzyku, stanowiąc podstawę do szacowania możliwych przyszłych zysków kapitałowych i dywidendowych

Management” 2011, vol. 9, no. 4; F.A. Alali, P.S. Foote, *The Value Relevance of International Financial Reporting Standards: Empirical Evidence in an Emerging Market*, „The International Journal of Accounting” 2012, vol. 47, no. 1; A. Beltrattia, N. Spearb, M.D. Szabo, *The Value Relevance and Timeliness of Write-downs During the Financial Crisis of 2007–2009*, „The International Journal of Accounting” 2013, vol. 48, no. 4.

- 8 D.A. Jones, K.J. Smith, *Comparing the Value Relevance, Predictive Value, and Persistence of Other Comprehensive Income and Special Items*, „The Accounting Review”, vol. 86, no. 6; L.L. Rees, P.B. Shane, *Academic Research and Standard-Setting: The Case of Other Comprehensive Income*, „Accounting Horizons” 2012, vol. 26, no. 4; H.B. Christensen, V.V. Nikolaev, *Does Fair Value Accounting for Non-Financial Assets Pass the Market Test?*, „Review of Accounting Studies” 2013, vol. 18, no. 3; K. Yu, *Does Recognition versus Disclosure Affect Value Relevance? Evidence from Pension Accounting*, „The Accounting Review” 2013, vol. 88, no. 3.
- 9 A. Tarca, *Discussion of Isidro, O’Hanlon, and Young*, „Abacus” 2006, vol. 42, no. 3–4.
- 10 A.W. Stark, *Linear Information Dynamics, Dividend Irrelevance, Corporate Valuation and the Clean Surplus Equation*, „Accounting and Business Research” 1999, vol. 27, no. 3; J. O’Hanlon, P. Pope, *The Value-Relevance of UK Dirty Surplus Accounting Flows*, „British Accounting Review” 1999, vol. 31, no. 4.

1	2
G.C. Biddle, J.H. Choi (2006); L.S. Bamber i in. (2010); P. Pronobis, H. Zülch (2011); F.A. Alali, P.S. Foote (2012); A. Beltrattia i in. (2013)	wynik całkowity ma większą wartość informacyjną w stosunku do „tradycyjnych” wyników finansowych (w tym wyniku finansowego netto)
A.C. Yen i in. (2007)	ujawnianie wyniku całkowitego i jego komponentów ułatwia ocenę zarządzania efektywnością przedsiębiorstwa, poprawiając jego przejrzystość
D. Chambers i in. (2007); A.C. Yen i in. (2007)	wynik całkowity jest mniej podatny na manipulacje księgowe i realizacje strategii zarządzania wynikiem finansowym
K. Kanagaretman i in. (2009)	wynik całkowity zawiera szereg ważnych źródeł związanych z tworzeniem wartości przedsiębiorstwa i czynnikami kreującymi jego przyszłe wyniki finansowe
B.P. Smith (2010)	wynik całkowity jest produktem w większym stopniu kompleksowego obliczania zysków osiągniętych przez biznes w okresie sprawozdawczym
D.A. Jones, K.J. Smith (2011); L.L. Rees, P.B. Shane (2012); H.B. Christensen, V.V. Nikolaev (2013); K. Yu (2013)	wynik całkowity zyskuje na znaczeniu przy podejmowaniu przez użytkowników decyzji dotyczących inwestowania i finansowania
T.V. Eaton i in. (2013)	wynik całkowity ma znaczenie przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych i kredytowych oraz jest wskaźnikiem stabilności i czynnikiem motywującym w procesie decyzyjnym
P. Gazzola, S. Amelio (2014)	wynik całkowity dostarcza inwestorom dodatkowych informacji pod kątem oceny wyników finansowych i efektywności ekonomicznej podmiotu
H. Hoogervorst (2014)	wynik netto, w przeciwieństwie do pozostałego wyniku całkowitego, może zawierać różne kategorie niezrealizowanych zysków prowadzące do nieuzasadnionego wzrostu wynagrodzeń menedżerów i korzyści dywidendowych akcjonariuszy

**Źródło:** opracowanie własne.

Stephen Hillegeist i Fernando Penalva, na podstawie osobiście zebranych danych dotyczących spółek przed wprowadzeniem standardu SFAS 130, dostarczyli dowodów na to, że w pełni zagregowany wynik całkowity ma większą wartość informacyjną, wykraczając poza dane zawarte w wyniku finansowym netto<sup>11</sup>. Z kolei

<sup>11</sup> S.A. Hillegeist, F. Penalva, *The Valuation Implications of Comprehensive Income. Working Paper* (Northwestern University and University of Navarre), [za:] D. Chambers et al., *op. cit.*



badania Agnes Cheng i in. dowodzą, że wartość informacyjna wyniku operacyjnego (jako części wyniku finansowego netto) jest znacznie wyższa niż komponentów pozostałego wyniku całkowitego<sup>12</sup>. Tego typu rozbieżności wynikają także z analiz przeprowadzonych po wdrożeniu standardu dotyczącego raportowania wyniku całkowitego, poza tym z badań dotyczących rynków finansowych w różnych krajach.

Chambers i in. argumentują, że raportowane elementy pozostałego wyniku całkowitego nie wniosły dodatkowej wartości informacyjnej dla użytkowników sprawozdań finansowych ani przed wdrożeniem standardu, ani po jego publikacji<sup>13</sup>. Analogiczne wnioski wysnuli Steven Cahan i in., wskazując, że istotność informacyjna pozycji pozostałego wyniku całkowitego nie zmieniła się po wprowadzeniu SFAS 130, tym samym nie znajdując dowodów na to, że ich prezentacja ma jakiegokolwiek znaczenie dla beneficjentów sprawozdań finansowych, w tym głównie inwestorów<sup>14</sup>. Na podstawie wyników badań odnoszących się do okresu, gdy obowiązywały te regulacje, można wysnuć zgoła przeciwne wnioski. Na przykład Kanagaretnam i in., na próbie kanadyjskich spółek notowanych na giełdzie w Stanach Zjednoczonych, dokumentują m.in., że pozycje pozostałego wyniku całkowitego są dla odbiorców sprawozdań wartościowe<sup>15</sup>. Tae-Sik Ahn i Woo-Seok Choi podkreślają dodatkowo, korzystając z danych koreańskich spółek, że wynik całkowity jest ważniejszą kategorią finansową niż wynik finansowy netto<sup>16</sup>. Do podobnych wniosków doszli Keiichi Kubota i in., badając japońskie spółki<sup>17</sup> oraz Volkan Demir i in., analizując działalność publicznych spółek tureckich w latach 2005–2007<sup>18</sup>. Inni autorzy zauważają ponadto, że z punktu widzenia zawartości informacyjnej wynik całkowity jest bardziej użyteczny decyzyjnie niż wynik finansowy netto<sup>19</sup>. Patrizia Gazzola i Stefano Amelio, na podstawie analizy skonsolidowanych sprawozdań finansowych spółek notowanych na czeskiej giełdzie papierów wartościowych w latach 2010–2012, także dowodzą, że wynik całkowity nie tylko ma istotną wartość informacyjną, ale

12 C.S.A. Cheng, J.K. Cheung, V. Gopalakrishnan, *On the Usefulness of Operating Income, Net Income and Comprehensive Income in Explaining Security Returns*, „Accounting and Business Research” 1993, vol. 23, no. 91.

13 D. Chambers et al., *op. cit.*

14 S.F. Cahan et al., *Value Relevance of Mandated Comprehensive Income Disclosures*, „Journal of Business Finance & Accounting” 2000, vol. 27, no. 9–10.

15 K. Kanagaretman, R. Mathieu, M. Shehata, *op. cit.*

16 T.S. Ahn, W.S. Choi, *The Incremental Information Content of Other Comprehensive Income*, „Korean Accounting Review” 2002, vol. 27, no. 1.

17 K. Kubota, K. Suda, H. Takehara, *Information Content of Other Comprehensive Income and Net Income: Evidence for Japanese Firms*, „Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics” 2011, vol. 18, no. 2.

18 V. Demir, O. Bahadir, A.G. Öncel, *What is the Best Measure of Financial Performance? Comprehensive Income versus Net Income: Evidence from Turkey*, „İktisat İslatme ve Finans” 2013, vol. 28, no. 323.

19 J.H. Choi, Y. Zang, *Implication of Comprehensive Income Disclosure for Future Earnings and Analysts' Forecasts*, „Seoul Journal of Business” 2006, vol. 12, no. 2.

ponadto dostarcza inwestorom dodatkowych informacji w kontekście oceny wyników finansowych i efektywności ekonomicznej podmiotu<sup>20</sup>. Wskazuje się poza tym, że wynik całkowity daje pełniejszą informację o ryzyku, stanowiąc podstawę do szacowania możliwych przyszłych zysków kapitałowych i dywidendowych<sup>21</sup>. Zwolennikami prezentacji wyniku całkowitego są także Maria Keating oraz Tim Eaton i in., argumentując, że ten miernik efektywności ekonomicznej ma ogromne znaczenie przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych i kredytowych oraz jest wskaźnikiem stabilności i czynnikiem motywującym w procesie decyzyjnym<sup>22</sup>.

Ujawnianie wyniku całkowitego i jego komponentów ułatwia w przedsiębiorstwie ocenę zarządzania efektywnością i poprawia jego przejrzystość<sup>23</sup>, wyraża większy potencjał do generowania zysków w przyszłości<sup>24</sup>, ma wyższą wartość zarządczą w porównaniu z wynikiem finansowym netto i jest wskaźnikiem umiejętności oraz kwalifikacji kierownictwa<sup>25</sup>, a przede wszystkim zmniejsza podatność na manipulacje księgowe i utrudnia realizację strategii zarządzania wynikiem finansowym<sup>26</sup>. Wprowadzenie wyniku całkowitego zmieniło podejście menedżerów w Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych, którzy zaczęli częściej wykorzystywać instrumenty dłużne do zabezpieczania świadczeń emerytalnych<sup>27</sup>. Z badań tych nie wynika jednak, że wpłynęło to na jakość informacyjną tych kategorii bądź zmniejszyło niestabilność wyniku całkowitego. Wynik netto, w przeciwieństwie do pozostałego wyniku całkowitego, może zawierać różne kategorie niezrealizowanych zysków prowadzące do nieuzasadnionego wzrostu wynagrodzeń menedżerów i korzyści dywidendowych akcjonariuszy<sup>28</sup>. W literaturze przedmiotu związek między wynikiem całkowitym a polityką dywidendową jest na ogół ignorowany<sup>29</sup> lub stwierdza się, że dywidenda odzwierciedla co prawda bogactwo akcjonariuszy, co jest ogólnie zbieżne z koncepcją

20 P. Gazzola, S. Amelio, *Is Total Comprehensive Income or Net Income Better for the Evaluation of Companies' Financial Performance?*, „Central European Review of Economic Issues” 2014, vol. 17, no. 1.

21 L.D. Hodder et al., *Employee Stock Option Fair-Value Estimates: Do Managerial Discretion and Incentives Explain Accuracy?*, „Contemporary Accounting Research”, vol. 23, no. 4.

22 M. Keating, *An Analysis of the Value of Reporting Comprehensive Income*, „Journal of Accounting Education” 1999, vol. 17, no. 2–3; T.V. Eaton, K.E. Easterday, M.R. Rhodes, *The Presentation of Other Comprehensive Income: FASB's Recent and Proposed Changes*, „The CPA Journal” 2013, vol. 83, no. 3.

23 D.E. Hirst, P.E. Hopkins, *op. cit.*

24 K. Kanagaretman, R. Mathieu, M. Shehata, *op. cit.*

25 M. Keating, *op. cit.*

26 D.E. Hirst, P.E. Hopkins, *op. cit.*; D. Chambers et al., *op. cit.*

27 E. Amir, Y. Guan, D. Oswald, *The Effect of Pension Accounting on Corporate Pension Asset Allocation*, „Review of Accounting Studies” 2010, vol. 15, no. 2.

28 H. Hoogervorst, *The Dangers of Ignoring Unrealized Income*, Speech by Hans Hoogervorst, International Accounting Standards Board Chairman, IFRS Conference Tokyo, 2014, <https://www.iasplus.com/en-gb/news/2014/09/hoogervorst> (dostęp: 14.01.2020).

29 D.E. Black, *Other Comprehensive Income: A Review and Direction for Future Research*, „Accounting and Finance” 2016, vol. 56, no. 1.

wyniku całkowitego, ale nie ma związku z elementami kształtującymi ten wynik, poza wynikiem finansowym netto<sup>30</sup>.

Mimo że wynik całkowity, jak twierdzi Barry Smith, jest „produktem bardziej kompleksowego obliczania zysków osiągniętych przez biznes w okresie sprawozdawczym”<sup>31</sup>, ma też przeciwników podkreślających szereg jego wad w porównaniu z wynikiem finansowym netto (zob. tab. 4.2).

**Tabela 4.2.** Wady wyniku całkowitego jako miernika efektywności ekonomicznej (w porównaniu z wynikiem finansowym netto)

<b>Autorzy</b>	<b>Spostrzeżenia</b>
1	2
C.S.A. Cheng i in. (1993)	wartość informacyjna wyniku operacyjnego (jako części wyniku finansowego netto) jest znacznie wyższa niż komponentów pozostałego wyniku całkowitego
J.F. O'Hanlon, P.F. Pope (1999)	wynik całkowity zawiera zewnętrzne i nieprzejrzyste komponenty zmniejszające jego użyteczność decyzyjną
J. Liu, J. Thomas (2000)	poziom zysku netto stanowi lepsze odzwierciedlenie ostatecznego pomiaru wyników przedsiębiorstwa
S.F. Cahan i in. (2000)	użyteczność składników pozostałego wyniku całkowitego jest wysoce wątpliwa; prezentacja wyników całkowitych nie ma znaczenia dla beneficjentów sprawozdań finansowych, w tym inwestorów
H. Louis (2003)	komponenty pozostałego wyniku całkowitego mają różną użyteczność w zakresie tworzenia wartości przedsiębiorstwa
Y. Wang i in. (2006)	wynik finansowy netto jest odpowiedniejszą miarą efektywności i wartości przedsiębiorstwa niż wynik całkowity
A. Tarca (2006); L.L. Rees, P.B. Shane (2012)	wynik całkowity wprowadza chaos i niepewność oraz wstrzymuje podejmowanie decyzji
F. Thinggaard (2006)	zysk netto jest w sensie istotności decyzyjnej często użyteczniejszą miarą dla inwestorów niż zysk całkowity
D. Chambers i in. (2007)	raportowane elementy pozostałego wyniku całkowitego nie wnoszą dodatkowej wartości informacyjnej
A.C. Yen i in. (2007)	wynik całkowity obejmuje aspekty niezwiązane w pełni z generowaniem zyskowności podmiotów i co więcej odzwierciedla zdarzenia pozostające poza nimi

30 J.A. Ohlson, *On Transitory Earnings*, „Review of Accounting Studies” 1999, vol. 4, no. 3–4.

31 B.P. Smith, *Introductory Financial Accounting and Reporting*, Open University Press, Maidenhead 2010, s. 99.

1	2
J. Barton i in. (2010)	wynik całkowity jest najmniej przewidywalnym wskaźnikiem spośród ośmiu miar efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa (w tym wyniku finansowego netto)
I. Goncharov, A. Hodgson (2011)	elementy pozostałego wyniku całkowitego są przejściowe i zmienne oraz wprowadzają zamieszanie i niepewność co do ich realizacji
S. Botzem (2012)	raportowanie wyniku całkowitego prowadzi do zmniejszenia rezultatów działalności operacyjnej; niepewność i zmienność stanowią główne wady wyniku całkowitego

**Źródło:** opracowanie własne.

Autorzy eksponują głównie, że wynik całkowity nie jest odpowiednim miernikiem efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa, ponieważ obejmuje nietrwałe, zmienne w czasie komponenty, w wypadku których proces generowania zyskowności bądź wartości nie jest kompletny i odzwierciedla niekiedy zdarzenia przypadkowe, pozostające często poza kontrolą menedżerów<sup>32</sup>. Sebastian Botzem stwierdza w dodatku, że raportowanie wyniku całkowitego prowadzi do zmniejszenia rezultatów działalności operacyjnej i o ile jego kompletność uważa się za główną zaletę, o tyle niepewność i zmienność stanowią jego główną wadę<sup>33</sup>. Yue Wang i in. znaleźli empiryczne dowody na to, że raportowany wynik finansowy netto jest odpowiedniejszą miarą efektywności i wartości przedsiębiorstwa niż wynik całkowity<sup>34</sup>.

Obszerne badania porównawcze dotyczące różnych wyników finansowych przeprowadzili Jan Barton i in. Korzystając z danych zebranych z 46 krajów, w tym Stanów Zjednoczonych, dowiedli, że wynik całkowity jest najmniej przewidywalnym wskaźnikiem spośród ośmiu rozważanych miar efektywności ekonomicznej (także wyniku finansowego netto). Pomiar wyniku finansowego w środkowej części sprawozdania z wyniku całkowitego, np. w formie zysku przed potrąceniem odsetek, podatków, amortyzacji i inflacji (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, EBITDA) ma większą wartość informacyjną zarówno w odniesieniu do wcześniejszych pozycji sprawozdawczych (np. przychodów ze sprzedaży), jak i kolejnych, chociażby wyniku całkowitego. Ponadto wyniki badań tych autorów jednoznacznie wskazują, że wynik finansowy netto jest lepszą informacyjnie miarą sprawozdawczą niż wynik całkowity<sup>35</sup>.

32 A.C. Yen, E. Hirst, P.E. Hopkins, *op. cit.*

33 S. Botzem, *The Politics of Accounting Regulation: Organizing Transnational Standard Setting in Financial Reporting*, Edward Elgar, Cheltenham 2012, s. 71–75.

34 Y. Wang, W. Buijink, R. Eken, *The Value Relevance of Dirty Surplus Accounting Flows in the Netherlands*, „The International Journal of Accounting” 2006, vol. 41, no. 4.

35 J. Barton, T.B. Hansen, G. Pownall, *Which Performance Measures do Investors Around the World Value the Most – and Why*, „The Accounting Review” 2010, vol. 85, no. 3.

Komparatywna analiza istotności wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto na rynkach europejskich także dostarcza wielu argumentów przeciwko tej pierwszej kategorii finansowej. Jako przykład można podać rezultaty badań Alaina Devalle'a i Riccarda Magariniego przeprowadzonych w Europie w latach 2005–2007<sup>36</sup> bądź Alessandra Mechelliego i Ciminiego, którzy zweryfikowali znaczenie istotności informacyjnej wyniku całkowitego i jego komponentów w krajach Unii Europejskiej. Opierając się na 16 511 danych dotyczących wyników finansowych za lata 2006–2011, potwierdzili wprawdzie, że wynik finansowy netto ma większą moc wyjaśniającą (*explanatory power*) niż wynik całkowity, ale ten drugi jest dodatkowo użyteczny dla inwestorów, szczególnie przy wycenie przedsiębiorstw<sup>37</sup>. Badania Thinggaarda i in. wskazują ponadto, że zysk netto jest w sensie istotności decyzyjnej często użyteczniejszą miarą dla inwestorów niż zysk całkowity<sup>38</sup>.

Zdaniem wielu autorów kategoria pozostałego wyniku całkowitego uznawana jest za mało użyteczną miarę efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw, ale można dostrzec szereg zalet poszczególnych jej komponentów<sup>39</sup>. Na przykład Demir i in. akcentują, że wysoką istotność informacyjną notują zmiany w nadwyżce z przeszacowania środków trwałych, zaś pozostałe komponenty nie mają takich atrybutów<sup>40</sup>. Dan Dhaliwal i in., porównując trzy składniki pozostałego wyniku całkowitego, czyli zyski bądź straty z tytułu przeszacowania składników aktywów finansowych, wynikające z przeliczenia pozycji sprawozdania finansowego jednostki działającej za granicą i aktuarialne z tytułu programu określonych świadczeń pracowniczych, znaleźli dowody na to, że istotność informacyjną można przypisać tylko tej pierwszej kategorii, ponadto wyłącznie w branży usług finansowych<sup>41</sup>. Według innych autorów najważniejszym komponentem są z kolei różnice kursowe powstałe z przeliczenia jednostek zagranicznych<sup>42</sup>, co kontrastuje z wcześniejszymi ustaleniami prezentowanymi przez Billy'ego i Lię Soo<sup>43</sup>. Niektórzy za najmniej ważne informacyjnie

36 A. Devalle, R. Magarini, *Assessing the Value Relevance of Comprehensive Income under IFRS: An Empirical Evidence from European Stock Exchanges*, „International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation” 2012, vol. 8, no. 1.

37 A. Mechelli, R. Cimini, *Is Comprehensive Income Value Relevant and Does Location Matter? A European Study*, „Accounting in Europe” 2014, vol. 11, no. 1.

38 F. Thinggaard et al., *Performance Reporting – The IASB's Proposed Formats of Financial Statements in the Exposure Draft of IAS 1*, „Accounting in Europe” 2006, vol. 3, no. 1.

39 N. Li, *Negotiated Measurement Rules in Debt Contracts*, „Journal of Accounting Research” 2010, vol. 48, no. 5.

40 V. Demir, O. Bahadir, A.G. Öncel, *op. cit.*

41 D. Dhaliwal, K.R. Subramanyam, R. Trezevant, *op. cit.*

42 E. Bartov, S.R. Goldberg, M. Kim, *Comparative Value Relevance among German, US and International Accounting Standards: A German Stock Market Perspective*, „Journal of Accounting, Auditing and Finance” 2005, vol. 20, no. 2; J.A. Pinto, *How Comprehensive is Comprehensive Income? The Value Relevance of Foreign Currency Translation Adjustments*, „Journal of International Financial Management & Accounting” 2005, vol. 16, no. 2.

43 B. Soo, L. Soo, *Accounting for the Multinational Firm: Is the Translation Process Valued by the Stock Market*, „The Accounting Review” 1994, vol. 69.

uważają niezrealizowane zyski i straty z papierów wartościowych dostępnych do sprzedaży<sup>44</sup>, choć można odnaleźć także inne, sprzeczne z tym wyniki<sup>45</sup>. Należy zatem uznać za słuszne spostrzeżenie Henocka Louisa, że różnorodność uzyskanych rezultatów uwarunkowana jest zapewne kontekstem środowiskowym danej branży lub konkretnego przedsiębiorstwa<sup>46</sup>.

Podsumowując, przedstawiane w zagranicznej literaturze przedmiotu rozbieżne wyniki badań podają w wątpliwość zasadność obowiązkowej implementacji wyniku całkowitego do sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstw. Polemiczność akcentowano już na etapie uwag i komentarzy do projektu standardu SFAS 130, spośród których 70% dotyczyło krytyki wyniku całkowitego jako miernika efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw. Zwracano wówczas uwagę, że obejmuje on aspekty nie w pełni związane z generowaniem zysku przez podmioty i co więcej odzwierciedla zdarzenia pozostające poza nimi<sup>47</sup>. Wynik całkowity, postrzegany jako miara efektywności ekonomicznej, jest swego rodzaju „czarną skrzynką” zawierającą zbyt złożone i nieprecyzyjne kategorie. Tym samym jest ciągle krytykowany, podobnie jak promujące go ramy koncepcyjne. Wynik całkowity, mimo teoretycznych założeń, nie jest w pełni spójny z wartością godziwą i zgodny z teorią wyceny przedsiębiorstw<sup>48</sup>. Uważa się, że nie obejmuje zmian wartości godziwej instrumentów takich jak m.in. papiery wartościowe utrzymywane do terminu wymagalności, pożyczki, zobowiązania finansowe<sup>49</sup>. Lisa Koonce i in. zauważyli, że inwestorzy oceniają zmiany wartości godziwej jako odpowiednie tylko wówczas, gdy w niedługim czasie przedsiębiorstwo przewiduje sprzedaż lub rozliczenie określonych pozycji<sup>50</sup>. Poza tym zmiany wartości godziwej uważane są za przejściowe i wynikające z krótkoterminowych ruchów rynkowych mających niewiele wspólnego ze zmianami oczekiwań inwestorów<sup>51</sup> oraz narażone są na większy błąd pomiaru, zaprzeczający ich wiarygodności<sup>52</sup>.

Spór o istotność i rzetelność informacji prezentowanych w sprawozdaniu z wyniku całkowitego nasilił się także w obliczu kryzysu finansowego w latach 2007–2009. Krytycy koncepcji wyniku całkowitego podkreślają bowiem, że m.in. banki zmuszone

44 S. Mitra, M. Hossain, *Value-Relevance of Pension Transition Adjustments and Other Comprehensive Income Components in the Adoption Year of SFAS No. 158*, „Review of Quantitative Finance and Accounting” 2009, vol. 33, no. 3.

45 K. Kanagaretman, R. Mathieu, M. Shehata, *op. cit.*

46 H. Louis, *The Value Relevance of the Foreign Translation Adjustment*, „The Accounting Review” 2003, vol. 78, no. 4.

47 A.C. Yen, E. Hirst, P.E. Hopkins, *op. cit.*

48 D. Dhaliwal, K.R. Subramanyam, R. Trezevant, *op. cit.*

49 L.D. Hodder et al., *op. cit.*

50 L. Koonce, K.K. Nelson, C.M. Shakespeare, *Judging the Relevance of Fair Value for Financial Instruments*, „The Accounting Review” 2011, vol. 86, no. 6.

51 P. Chisnall, *Fair Value Accounting: An Industry View*, „Balance Sheet” 2001, vol. 9, no. 1.

52 W. Landsman, E. Maydew, *Has the Information Content of Quarterly Earnings Announcements Declined in the Past Three Decades?*, „Journal of Accounting Research” 2002, vol. 40, no. 3.

zostały do dokonywania nieuzasadnionych ujemnych korekt wartości aktywów do wartości godziwej, co doprowadziło do załamania rynkowego<sup>53</sup>. Zwolennicy wyniku całkowitego zaznaczają z kolei, że właśnie to podejście pozwoliło uwzględnić aktualne warunki gospodarcze i odzwierciedlić rzeczywiste możliwości przewidywania przyszłych wyników finansowych<sup>54</sup>.

W ramach swego rodzaju konsensusu między zwolennikami i przeciwnikami wyniku całkowitego jako miary efektywności ekonomicznej można przytoczyć rekomendację Barkera sugerującego, by mimo wszystko prezentować jednak wynik całkowity oraz różne jego komponenty obrazujące zmianę wycen aktywów i pasywów w celu umożliwienia inwestorom po pierwsze ich oceny i interpretacji, a po drugie dokonania własnych ustaleń dotyczących trwałości i użyteczności tych miar<sup>55</sup>. Ponieważ nie ma ogólnie przyjętego wspólnego stanowiska w tej sprawie, można wnioskować, że żadna miara wyniku finansowego (np. netto bądź całkowitego) nie będzie w pełni służyć wszystkim celom i zaspokajać oczekiwań informacyjnych wszystkich grup beneficjentów sprawozdań finansowych, szczególnie w obliczu dostarczania informacji o zdarzeniach przeszłych (*ex post*), które niekoniecznie muszą być związane z obecnymi bądź przyszłymi wskaźnikami efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw.

## 4.2. Wynik całkowity i wynik finansowy netto jako determinanty wartości rynkowej

W obecnej praktyce rynku kapitałowego nie tylko menedżerowie spółek notowanych na giełdzie, ale przede wszystkim inwestorzy przywiązują dużą wagę do niektórych wyników finansowych. Nie jest natomiast jasne, który z nich jest lepszym wskaźnikiem dotyczącym kształtowania się wartości rynkowej spółki. Istnieje na pewno zgodność co do tego, że relacje między wynikami finansowymi a miernikami rynkowymi są bardziej widoczne w krajach rozwiniętych, gdzie obecny jest anglosaski model nadzoru korporacyjnego<sup>56</sup>. Nie ma natomiast konsensusu co do uznania

53 G. Bhat, R. Frankel, X. Martin, *Panacea, Pandora's Box or Placebo: Feedback in Mortgage-backed Security Holdings and Fair Value Accounting*, „Journal of Accounting and Economics” 2011, vol. 52, no. 2–3; R. Bowen, U. Khan, *Market Reactions to Policy Deliberations on Fair Value Accounting and Impairment Rules During the Financial Crisis of 2008–2009*, „Journal of Accounting and Public Policy” 2014, vol. 33, no. 3.

54 M.E. Barth, *Measurement in Financial Reporting: The Need for Concepts*, „Accounting Horizons” 2014, vol. 28, no. 2.

55 R. Barker, *Reporting Financial Performance*, „Accounting Horizons” 2004, vol. 18, no. 2.

56 J. Land, M.H. Lang, *Empirical Evidence on the Evolution of International Earnings*, „The Accounting Review” 2002, vol. 77, no. 1; N. Bhattacharya et al., *Assessing the Relative Informativeness*

któregoś z wyników finansowych za kategorię trafniej wyjaśniającą kształtowanie się cen akcji i zwroty rynkowe, co może rzutować na ocenę użyteczności informacji sprawozdawczych przez inwestorów w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych na rynku kapitałowym.

Wielu autorów argumentuje, że implementacja MSR, łącznie z kategorią wyniku całkowitego, miała istotny wpływ na oczekiwania inwestorów dotyczące jakości raportowania finansowego<sup>57</sup>. Regulacje międzynarodowe zwiększyły wprawdzie jakość informacyjną sprawozdania z wyniku całkowitego dla inwestorów, ale nie poprawiły w wyraźny sposób transgranicznej porównywalności danych i ich użyteczności dla rynków kapitałowych<sup>58</sup>. Jednym z kluczowych argumentów przemawiających przeciwko przydatności wyniku całkowitego w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych na rynku kapitałowym jest jego wysoka zmienność, bądź wręcz brak trwałości w czasie. Wartości pozostałego wyniku całkowitego, będącego różnicą między wynikiem całkowitym a wynikiem finansowym netto, zależą niekiedy od szeregu czynników związanych z trendami rynkowymi, więc wynik całkowity, w przeciwieństwie do wyniku netto, może być kategorią bardzo niestabilną i dla inwestorów tracącą na ważności. Liczni autorzy stwierdzają wprost, że komponenty pozostałego wyniku całkowitego (OCI) często związane są z niestabilnymi wahaniami rynkowymi, tym samym postrzegane jako przejściowe, ograniczając przydatność wyniku całkowitego w szacowaniu wartości rynkowej i przewidywaniu przyszłych przepływów pieniężnych<sup>59</sup>. W rezultacie postrzeganie użyteczności wyniku całkowitego dla podmiotów rynku kapitałowego powinno być oceniane nie tylko z perspektywy trwałości tej kategorii finansowej w czasie, ale także, a może i przede wszystkim, jego zdolności do objaśniania wartości rynkowej spółki oraz predykcji powiązanej z możliwościami przewidywania przyszłych wyników finansowych bądź przyszłych przepływów pieniężnych, będących nieodzownymi nośnikami wartości rynkowej.

---

and Permanence of Pro Forma Earnings and GAAP Operating Earnings, „Journal of Accounting and Economics” 2003, vol. 36, no. 1–3.

- 57 C. Armstrong et al., *Market Reaction to Events Surrounding the Adoption of IFRS in Europe*, „The Accounting Review” 2010, vol. 85, no. 1; N. Soderstrom, K. Sun, *IFRS Adoption and Accounting Quality: A Review*, „European Accounting Review” 2007, vol. 16, no. 4; A. Devalle, E. Onali, R. Magarini, *Assessing the Value Relevance of Accounting Data After the Introduction of IFRS in Europe*, „Journal of International Financial Management and Accounting” 2010, vol. 21, no. 2; E.K. Jermakowicz, J. Prather-Kinsey, I. Wulf, *The Value Relevance of Accounting Income Reported by DAX-30 German Companies*, „Journal of International Financial Management and Accounting” 2007, vol. 18, no. 3.
- 58 A. Devalle, E. Onali, R. Magarini, *op. cit.*; M.E. Barth, W. Landsman, M. Lang, *International Accounting Standards and Accounting Quality*, „Journal of Accounting Research” 2008, vol. 46, no. 3.
- 59 R. Barker, *op. cit.*; D. Chambers et al., *op. cit.*; A.C. Yen, E. Hirst, P.E. Hopkins, *op. cit.*; L.S. Bamber et al., *op. cit.*



Zdaniem Davida Burgstahlera i in. wiele rodzajów zysków i strat, nie tylko wynik całkowity, uważa się za przejściowe i zmienne<sup>60</sup>, więc oceniając ich użyteczność dla rynku kapitałowego nie można jednoznacznie potwierdzić przewagi jednej kategorii nad drugą. Dotychczasowe wyniki badań empirycznych przeprowadzone na różnych rynkach kapitałowych, koncentrujących się w głównej mierze na komparatywnych analizach użyteczności wyniku całkowitego względem wyniku finansowego netto, nie dostarczyły jednoznacznych wniosków przemawiających za lub przeciw wykorzystaniu jednej z tych miar. Większość z tych badań została przeprowadzona na przykładzie spółek giełdowych przed 2009 rokiem, czyli momentem implementacji kategorii wyniku całkowitego do sprawozdawczości w Polsce. Literatura przedmiotu w zasadzie nie odnosi się do tego typu porównań w Europie kontynentalnej po 2005 roku<sup>61</sup>, co należy uznać za niedocenianie problemu znaczenia wyniku całkowitego dla najnowszych rynków kapitałowych.

Mając na względzie kierunek badań nakierowanych na weryfikację hipotezy o wyższości wyniku całkowitego nad wynikiem finansowym netto jako istotnym nośniku wartości rynkowej spółek giełdowych, Cheng i in. dowiedli w 1999 roku, że wynik z działalności operacyjnej jest w najwyższym stopniu związany ze stopą zwrotu z akcji, następnym jest wynik finansowy netto, podczas gdy ujawnianie wyniku całkowitego nie zawiera istotnych treści informacyjnych<sup>62</sup>. Mary Barth i in., badając próbę 107 banków, argumentowali natomiast, że wartości niektórych z ujawnianych pozycji pozostałego wyniku całkowitego, m.in. wartości papierów wartościowych, pożyczek i długów długoterminowych, są częściowo powiązane z cenami akcji badanych banków, ale z uwzględnieniem wartości księgowych aktywów<sup>63</sup>. Wyników tych nie należy jednak uogólniać na cały rynek kapitałowy z uwagi na ograniczenie badań wyłącznie do jednego sektora gospodarki.

**Tabela 4.3.** Argumenty zwolenników wyniku całkowitego jako nośnika wartości rynkowej

Autorzy	Spostrzeżenia
1	2
M.E. Barth i in. (1996)	niektóre z ujawnianych pozycji pozostałego wyniku całkowitego są powiązane z cenami akcji
D. Dhaliwal i in. (1999)	zyski (straty) z wyceny krótkoterminowych papierów wartościowych stanowią ważny nośnik wartości rynkowej
S.F. Cahan i in. (2000)	zysk całkowity jest ważniejszym nośnikiem wartości niż zysk netto

60 D. Burgstahler, J. Jiambalvo, T. Shevlin, *Do Stock Prices Fully Reflect the Implications of Special Items for Future Earnings?*, „Journal of Accounting Research” 2002, vol. 40, no. 3.

61 Wyjątek stanowią jedynie badania P. Pronobis, H. Zülch, *op. cit.*; A. Devalle, R. Magarini, *op. cit.*

62 C.S.A. Cheng, J.K. Cheung, V. Gopalakrishnan, *op. cit.*

63 M.E. Barth, W.H. Beaver, W.R. Landsman, *Value-Relevance of Banks' Fair Value Disclosures under SFAS No. 107*, „The Accounting Review” 1996, vol. 71, no. 4.

1	2
R.J. Bloomfield i in. (2002)	istnieje sprzężenie zwrotne między zmianami po stronie zysków (strat) z papierów wartościowych dostępnych do sprzedaży (AFS) a zmiennością cen akcji na rynku
H. Louis (2003)	korekty wynikające z przeliczenia pozycji sprawozdawczych w walutach obcych cechują się korzystnym związkiem z wartością rynkową
G. Biddle, J.H. Choi (2006)	zysk całkowity jest najmocniej związany ze stopą zwrotu z akcji, jednak z punktu widzenia zawierania kontraktów menedżerskich użyteczniejszy jest zysk netto
L.D. Hodder i in. (2006)	wycena aktywów według wartości godziwej wykazuje wyraźny związek z kapitalizacją rynkową
K. Kubota i in. (2006)	wynik całkowity jest kluczowym nośnikiem wartości rynkowej spółek
D. Chambers i in. (2007)	składniki OCI stanowią ważne nośniki wartości rynkowej spółek giełdowych
K. Kanagaretnam i in. (2009)	zysk całkowity jest w większym stopniu związany z ceną akcji spółek giełdowych i ich stopą zwrotu niż zysk netto
D. Cormier i in. (2011)	obserwuje się wyraźne zależności między wartością rynkową a przeszacowaniami wartości niematerialnych i prawnych
M.Y. Nejad i in. (2014)	poszczególne składniki pozostałego wyniku całkowitego są ściśle powiązane z cenami akcji spółek giełdowych
M. Mironiuc i in. (2016)	istnieje wyraźny związek, o podobnej intensywności, między oboma wynikami finansowymi (netto i całkowitym) a ceną akcji na rynku

**Źródło:** opracowanie własne.

Obszerne badania na temat użyteczności wyniku całkowitego dla rynku kapitałowego w Stanach Zjednoczonych przeprowadzili m.in.: Dhaliwal i in., Pamela Smith i Senyo Tse, Louis, Leslie Hodder i in., Gary Biddle i Jong-Hag Choi czy Chambers i in. Część analiz dotyczyła okresów, kiedy nie było jeszcze obowiązku prezentacji sprawozdania z wyniku całkowitego. Na przykład Dhaliwal i in. na podstawie ponad jedenastu tysięcy rocznych obserwacji wyników finansowych spółek amerykańskich w latach 1994–1995 potwierdzili, że wynik finansowy netto w porównaniu z wynikiem całkowitym jest silniej związany z wartością rynkową spółek, mierzoną wartością kapitalizacji giełdowej<sup>64</sup>. Do podobnych wniosków w 1998 roku doszli również Smith i Tse, dowodząc, że wynik finansowy netto jest w większym stopniu związany z cenami akcji, a tym samym z wartością rynkową spółek<sup>65</sup>. Ważnym

64 D. Dhaliwal, K.R. Subramanyam, R. Trezevant, *op. cit.*

65 P.A. Smith, S. Tse, *Reporting Comprehensive Income: Does It Really Affect Stock Prices?*, „The Journal of Corporate Accounting & Finance” 1998, vol. 9, no. 4.

argumentem Dhaliwala i in. było natomiast stwierdzenie, że niektóre komponenty pozostałego wyniku całkowitego stanowiły istotny nośnik wartości rynkowej. Do grupy tej zaliczono przede wszystkim zyski (straty) z wyceny krótkoterminowych papierów wartościowych<sup>66</sup>. Badania przeprowadzone przez Louisa na próbie blisko pięciu tysięcy obserwacji dotyczących amerykańskich spółek przemysłowych wskazują także, że niektóre pozycje pozostałego wyniku całkowitego mają ujemny, a inne zdecydowanie dodatni związek z wartością rynkową przedsiębiorstwa. Wśród tych drugich wymienia się korekty wynikające z przeliczenia pozycji sprawozdawczych w walutach obcych<sup>67</sup>. Badania zrealizowane w latach 1995–1998 przez Hodder i in. na rynku amerykańskim na próbie 1161 spółek z indeksu S&P 1500 potwierdzają również, że wycena aktywów według wartości godziwej wykazywała najsilniejszy związek z kapitalizacją rynkową oraz oczekiwanymi stopami zwrotu z kapitału własnego<sup>68</sup>. Biddle i Choi na podstawie ponad 23 tysięcy obserwacji dokonanych wśród amerykańskich spółek w latach 1994–1998 udokumentowali z kolei, że to wynik całkowity jest użyteczniejszy decyzyjnie dla rynku kapitałowego z uwagi na jego silniejsze powiązanie ze stopami zwrotu z akcji tych spółek<sup>69</sup>. Analogicznych rezultatów dostarczyły badania Chambersa i in., obejmujące komparatywną analizę użyteczności wyniku całkowitego w podziale na dwa podokresy – przed wprowadzeniem standardu SFAS 130 (lata 1994–1997) i po jego implementacji (lata 1998–2003). Łącznie na podstawie ponad czterech i pół tysiąca obserwacji zidentyfikowano niektóre ze składników OCI jako ważne nośniki wartości rynkowej spółek giełdowych, w tym głównie zyski (straty) z instrumentów finansowych dostępnych do sprzedaży i wyniki z przeliczenia transakcji zagranicznych<sup>70</sup>. Robert Bloomfield i in. potwierdzają także istnienie sprzężenia zwrotnego między zmianami po stronie zysków (strat) z papierów wartościowych dostępnych do sprzedaży (AFS) a zmiennością cen akcji na rynku<sup>71</sup>.

Badania zrealizowane na innych rynkach kapitałowych dostarczają podobnie niejednorodnych wniosków. O'Hanlon i Pope, na podstawie analiz dotyczących 158 spółek brytyjskiego rynku kapitałowego spoza sektora finansowego notowanych na giełdzie w Londynie i wchodzących w skład indeksu FT Actuaries All-Share Index (obecnie FTSE All-Share Index) w latach 1973–1992, nie potwierdzili hipotezy o wyższości wyniku całkowitego nad wynikiem netto w zakresie korelacji ze stopami zwrotu z akcji badanych spółek. Również składniki pozostałego wyniku całkowitego (np. przeszacowanie wartości aktywów trwałych bądź wynik przeliczenia transakcji w walucie obcej),

66 D. Dhaliwal, K.R. Subramanyam, R. Trezevant, *op. cit.*

67 H. Louis, *op. cit.*

68 L.D. Hodder et al., *op. cit.*

69 G.C. Biddle, J.H. Choi, *op. cit.*

70 D. Chambers et al., *op. cit.*, s. 590–591.

71 R.J. Bloomfield, *The „Incomplete Revelation Hypothesis” and Financial Reporting*, „Accounting Horizons” 2002, vol. 16, no. 3.

nie wykazały istotnych związków z wartością rynkową<sup>72</sup>. Badając rynek kapitałowy w Wielkiej Brytanii i Francji, Denis Cormier i in. zaobserwowali natomiast wyraźne zależności między wartością rynkową a przeszacowaniami wartości niematerialnych oraz prawnych, a także przeszacowaniami aktywów trwałych, lecz już o słabszym charakterze<sup>73</sup>. Jürgen Ernstberger, koncentrując swoje analizy na niemieckich spółkach giełdowych dobrowolnie stosujących Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) lub rozwiązania amerykańskie (Generally Accepted Accounting Principles, GAAP) w latach 2001–2004, stwierdził, że wynik całkowity nie dostarcza inwestorom żadnej ważnej informacji w wyjaśnianiu stóp zwrotu z akcji ponad te ujmowane w wyniku finansowym netto<sup>74</sup>. Na rumuńskim rynku kapitałowym Irina Pășcan także nie zaobserwowała istotnych zależności między wynikiem całkowitym a wartością rynkową spółek<sup>75</sup>. Marilena Mironiuc i Maria Huian potwierdziły jednak wyraźny związek, o podobnej intensywności, między oboma wynikami finansowymi (netto i całkowitym) a ceną akcji na rynku<sup>76</sup>.

**Tabela 4.4.** Argumenty przeciwników wyniku całkowitego jako nośnika wartości rynkowej

Autorzy	Spostrzeżenia
1	2
C.S.A. Cheng i in. (1993)	ujawnianie wyniku całkowitego nie zawiera istotnych treści informacyjnych dla inwestorów
P.A. Smith, S. Tse (1998)	wynik finansowy netto jest w większym stopniu związany z cenami akcji w porównaniu z wynikiem całkowitym
D. Dhaliwal (1999)	zysk netto jest silniej związany z kapitalizacją rynkową niż wynik całkowity
J. O'Hanlon, P. Pope (1999)	wynik finansowy netto w przeciwieństwie do wyniku całkowitego jest w większym stopniu związany ze stopą zwrotu z akcji
M. Brimble, A. Hodgson (2007)	wynik całkowity jest znacznie słabiej skorelowany z kapitalizacją rynkową niż wynik netto

72 J. O'Hanlon, P. Pope, *op. cit.*

73 D. Cormier, M.J. Ledoux, J.H. Molson, *Social and Environmental Disclosures: Substitutes or Complements?*, Cahier de recherche 2009-02, 2009, <http://www.cifo.uqam.ca/publications/pdf/2009-02.pdf> (dostęp: 20.08.2020); M. Ledoux, G. Villeneuve, *Value Relevance of Discretionary Accruals in France and the UK: The Incidence of IFRS*, Cahier de recherche 2011-03, 2011, <http://www.cifo.uqam.ca/publications/pdf/2011-03.pdf> (dostęp: 20.08.2020).

74 J. Ernstberger, *The Value Relevance of Comprehensive Income under IFRS and US GAAP: Empirical Evidence from Germany*, „International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation” 2008, vol. 5, no. 1.

75 I. Pășcan, *Does Comprehensive Income Tell us more about an Entity's Performance Compared to Net Income? Study on Romanian Listed Entities*, „Procedia Economics and Finance” 2014, vol. 15.

76 M. Mironiuc, M.C. Huian, *op. cit.*

Tabela 4.4 (cd.)

1	2
J. Ernstberger (2008)	wynik całkowity nie dostarcza inwestorom żadnej istotnej informacji w wyjaśnianiu stóp zwrotu z akcji
M. Dastgir i in. (2008)	wynik całkowity jest słabiej powiązany z kapitalizacją giełdową niż wynik netto
J. Barton i in. (2010)	korelacje wartości rynkowej z pozycjami sprawozdawczymi prezentowanymi na końcu sprawozdania z wyniku (wynik całkowity) są wyraźnie najniższe
I. Pășcan (2014)	nie istnieją jakiegokolwiek istotne zależności między wynikiem całkowitym a wartością rynkową spółek

**Źródło:** opracowanie własne.

Tymczasem na kanadyjskim rynku kapitałowym, w ramach badań przeprowadzonych w latach 1998–2003 przez Kanagaretnama i in. na próbie 75 spółek, wyraźnie stwierdzono, że wynik całkowity jest w większym stopniu podstawowym nośnikiem wartości rynkowej spółek niż wynik finansowy netto<sup>77</sup>. Do podobnych wniosków doszli:

- a) Kubota i in., obserwując takie zależności na japońskim rynku kapitałowym<sup>78</sup>;
- b) Cahan i in., którzy dostrzegli w tym kontekście przewagę wyniku całkowitego na rynku kapitałowym w Nowej Zelandii<sup>79</sup>; a także
- c) Maryam Nejad i in., wskazując na podstawie analiz przeprowadzonych wśród 764 spółek notowanych na malezyjskiej giełdzie papierów wartościowych, że poszczególne składniki pozostałego wyniku całkowitego są ściśle powiązane z cenami akcji tych jednostek<sup>80</sup>.

Odmienne wnioski wynikają z badań przeprowadzonych w latach 1988–1997 w 92 australijskich spółkach giełdowych przez Marka Brimble'a i Allana Hodgsona bądź obserwacji poczynionych przez Mohsena Dastgira na próbie spółek notowanych na giełdzie w Teheranie w latach 2001–2003. Autorzy argumentowali, że wynik całkowity jest znacznie słabiej skorelowany z kapitalizacją rynkową niż wynik netto<sup>81</sup>.

77 K. Kanagaretman, R. Mathieu, M. Shehata, *op. cit.*

78 K. Kubota, K. Suda, H. Takehara, *op. cit.*

79 S.F. Cahan et al., *op. cit.*

80 M.Y. Nejad, Z. Embong, A. Ahmad, *Value Relevance of Other Comprehensive Income and Its Available-For-Sale Financial Instruments (AFS) and Revaluation Surplus of Property, Plant and Equipment (REV) Components*, „Asian Journal of Accounting and Governance” 2017, vol. 8, spec. iss.

81 M. Brimble, A. Hodgson, *On the Inter-Temporal Value Relevance of Conventional Financial Accounting in Australia*, „Accounting & Finance” 2007, vol. 47, no. 4; M. Dastgir, *Comprehensive Income and Net Income as Measures of Firm Performance: Some Evidence for Scale Effect*, „European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences” 2008, no. 12.

Obszerniejsze rezultaty analiz porównawczych przeprowadzonych jednocześnie na kilku rynkach kapitałowych w Europie zostały zaprezentowane przez Oliviera Ramonda i in., którzy zbadali rynki w Niemczech, Francji, Włoszech, Hiszpanii i Wielkiej Brytanii, stawiając pytanie, w jakim stopniu trzy kluczowe wyniki finansowe – wynik z działalności operacyjnej, wynik netto oraz wynik całkowity, dostarczają inwestorom ważnych informacji z punktu widzenia tworzenia wartości rynkowej. Zgodnie z wynikami komparatywnych badań zrealizowanych w latach 1992–2004 wszystkie trzy analizowane mierniki okazały się istotnie powiązane ze stopami zwrotu z akcji na każdym z analizowanych rynków kapitałowych, choć odnotowano rozbieżności w zakresie ich użyteczności na poszczególnych z nich<sup>82</sup>.

Swego rodzaju przekrojowych analiz w ujęciu światowym dokonali z kolei Barton i in., porównując zależności między kilkoma rodzajami mierników księgowych a wartością rynkową prawie 20 tysięcy spółek z 46 krajów w latach 1996–2005<sup>83</sup>. Abstrahując od różnej trwałości w czasie miar takich jak: przychody ze sprzedaży, wynik z działalności operacyjnej, EBITDA, wynik z działalności gospodarczej (przed pozycjami nadzwyczajnymi), wynik brutto, wynik netto, wynik całkowity, a także przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, okazało się, że wynik operacyjny cechował się najsilniejszym związkiem z wartością rynkową badanych spółek, zaś korelacje z pozycjami sprawozdawczymi prezentowanymi na końcu sprawozdania z wyniku (wynik netto bądź wynik całkowity) były wyraźnie najsłabsze.

### 4.3. Wartość predykcyjna wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto

Ważnym nurtem dotychczasowych badań nad jakością i użytecznością wyniku całkowitego dla rynku kapitałowego jest zagadnienie jego wartości predykcyjnej, czyli przydatność w prognozowaniu przyszłych rezultatów finansowych przedsiębiorstw, w tym zwłaszcza wyników finansowych oraz przepływów pieniężnych. Jak dotąd również i w tym zakresie nie osiągnięto kompromisu, choć wiele badań wskazuje na przewagę kategorii wyniku całkowitego nad wynikiem finansowym netto (zob. tab. 4.5).

82 O. Ramond, J.F. Casta, S. Lin, *Value Relevance of Comprehensive Income and Its Components: Evidence from Major European Capital Markets*, 2007, <https://basepub.dauphine.fr/handle/123456789/2814> (dostęp: 26.08.2020).

83 Największa liczba obserwacji pochodziła z Japonii (38 731) i Stanów Zjednoczonych (37 330). Por. J. Barton, T.B. Hansen, G. Pownall, *op. cit.*

**Tabela 4.5.** Zdolności predykcyjne wyniku całkowitego – rezultaty badań

Autorzy	Spostrzeżenia
K.R. Petroni, J.M. Wahlen (1995)	wyceny wartości inwestycji w obligacje wykazują związki z przyszłymi raportowanymi wynikami finansowymi
M. Keating (1999)	wynik całkowity ułatwia prognozowanie przyszłych przepływów pieniężnych spółki
D. Aboody i in. (1999)	przeszacowania wartości aktywów trwałych związane są z przyszłymi wynikami finansowymi
M.S. Park i in. (1999)	korekty wartości inwestycyjnych papierów wartościowych związane są z przyszłymi zyskami zrealizowanymi z tych instrumentów
P.M. Dechow, C.M. Schrand (2004)	składniki OCI są w stanie lepiej przewidywać przyszłe przepływy pieniężne
J.H. Choi, Y. Zang (2006)	komponenty OCI mają wysoką wartość prognostyczną w przewidywaniu zmian wyniku netto w następnym okresie
G. Biddle, J.H. Choi (2006)	wynik całkowity jest lepszym wskaźnikiem przyszłych wyników finansowych
D. Cormier (2009)	różnice z aktualizacji wyceny mają korzystny wpływ na przyszłe rezultaty finansowe spółek, wyrażone w postaci przychodów operacyjnych lub przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej
P. Pronobis, H. Zülch (2011)	wynik całkowity jest porównywalny z wynikiem netto pod względem znaczenia dla prognozowania wyników spółek
M.E. Evans i in. (2013)	z przyszłymi zyskami skorelowane są przeszacowania inwestycyjnych papierów wartościowych
C. Tsuji (2013)	wynik całkowity ma zbliżoną do innych kategorii wyników i przepływów pieniężnych zdolność przewidywania przyszłych stóp zwrotu z kapitału własnego
M. Dong i in. (2014)	korekty wynikające z przeklasyfikowania mogą pomóc w przewidywaniu przyszłych wyników całkowitych

**Źródło:** opracowanie własne.

Jedne z pierwszych badań na temat wartości predykcyjnej wyniku całkowitego pojawiły się w latach 90. XX wieku. Na przykład Cheng i in. dowiedli, że najwyższą wartość predykcyjną w zakresie kształtowania przyszłych wyników finansowych mają wyniki operacyjne, zaś składniki pozostałego wyniku całkowitego pozbawione

są takich atrybutów<sup>84</sup>. Dhaliwal i in. stwierdzili również, że wyniki finansowe netto trafniej wyjaśniają przyszłe przepływy pieniężne i wyniki finansowe niż wynik całkowity<sup>85</sup>, choć wyjątek stanowiły spółki z sektora finansowego. Innego zdania był Keating, który podkreślał, że wynik całkowity ułatwia prognozowanie przyszłych przepływów pieniężnych spółki, ponieważ nawet niezrealizowane składniki pozostałego wyniku całkowitego mogą zostać urzeczywistnione w przyszłych okresach<sup>86</sup>. Na dowód takich supozycji Kathy Petroni i James Wahlen oraz David Aboody i in. przedstawili związki wybranych pozycji OCI z przyszłymi raportowanymi wynikami finansowymi<sup>87</sup>. Ci pierwsi wskazali na ważność wyceny wartości inwestycji w obligacje, drudzy zaś na przeszacowania wartości aktywów trwałych<sup>88</sup>. Myung Park i in. oraz Mark Evans i in. odnotowali także, że korekty wartości inwestycyjnych papierów wartościowych związane były z przyszłymi zyskami zrealizowanymi z tych instrumentów<sup>89</sup>.

Patricia Dechow i Catherine Schrand udokumentowały, że wykorzystując składniki pozostałego wyniku całkowitego użytkownicy sprawozdań są w stanie trafniej przewidywać przyszłe przepływy pieniężne<sup>90</sup>, podobnie jak Jong-Hag Choi i Yoon-Seok Zang, którzy zwrócili uwagę na ich wysoką wartość prognostyczną w przewidywaniu zmian wyniku netto w następnym okresie<sup>91</sup>. Inni autorzy, na podstawie sprawozdań finansowych spółek amerykańskich za lata 1994–1998, zgodzili się również z opinią, że wynik całkowity jest lepszym wskaźnikiem przyszłych wyników finansowych netto, choć nie można tego stwierdzić jednoznacznie w wypadku wszystkich komponentów pozostałego wyniku całkowitego<sup>92</sup>. Cormier zaakcentował natomiast korzystny wpływ różnic z aktualizacji wyceny aktywów na przyszłe rezultaty finansowe spółek, wyrażone w postaci przychodów operacyjnych lub przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej<sup>93</sup>.

Minyue Dong i in. stwierdzili, że niektóre korekty wynikające z przeklasyfikowania mogą co prawda pomóc w przewidywaniu przyszłych wyników całkowitych,

84 C.S.A. Cheng, J.K. Cheung, V. Gopalakrishnan, *op. cit.*

85 D. Dhaliwal, K.R. Subramanyam, R. Trezevant, *op. cit.*

86 M. Keating, *op. cit.*

87 K.R. Petroni, J.M. Wahlen, *Fair Values of Equity and Debt Securities and Share Prices of Property-Liability Insurers*, „The Journal of Risk and Insurance” 1995, vol. 62, no. 4; D. Aboody, M.E. Barth, R. Kasznik, *Revaluations of Fixed Assets and Future Firm Performance: Evidence from the UK*, „Journal of Accounting and Economics” 1999, vol. 26, no. 1.

88 D. Aboody, M.E. Barth, R. Kasznik, *op. cit.*

89 M.S. Park, T. Park, B.T. Ro, *Fair Value Disclosures for Investment Securities and Bank Equity: Evidence from SFAS No. 115*, „Journal of Accounting, Auditing and Finance” 1999, vol. 14, no. 3; M.E. Evans, L.D. Hodder, P.E. Hopkins, *The Predictive Ability of Fair Values for Future Financial Performance of Commercial Banks and the Relation of Predictive Ability to Banks’ Share Prices*, „Contemporary Accounting Research” 2013, vol. 31, no. 1.

90 P.M. Dechow, C.M. Schrand, *Earnings Quality*, Research Foundation for CFA Institute, Charlottesville 2004.

91 J.H. Choi, Y. Zang, *op. cit.*

92 G.C. Biddle, J.H. Choi, *op. cit.*

93 D. Cormier, M.J. Ledoux, J.H. Molson, *op. cit.*; M. Ledoux, G. Villeneuve, *op. cit.*



ale ogólnie rzecz biorąc, wynik całkowity i pozostały wynik całkowity wydają się mieć stosunkowo niską wartość predykcyjną dla przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej bądź wyniku finansowego netto<sup>94</sup>. Na podstawie obserwacji niemieckiej giełdy (spółek z indeksu HDAX) w latach 1998–2007 Paul Pronobis i Henning Zülch zauważyli, że wynik całkowity jest porównywalny z wynikiem netto pod względem znaczenia dla prognozowania wyników spółek. Wskazali ponadto, że jedynie kategoria zysków (strat) aktuarialnych z tytułu określonych świadczeń emerytalnych cechowała się istotną zdolnością do prognozowania wyniku finansowego netto i wyniku całkowitego w kolejnym okresie<sup>95</sup>. Podobne obserwacje zostały dokonane wśród spółek notowanych na giełdzie w Tokio, gdyż w ich wypadku wynik całkowity nie przewyższył innych kategorii wyników i przepływów pieniężnych w zakresie przewidywania przyszłych stóp zwrotu z kapitału własnego<sup>96</sup>.

**Tabela 4.6.** Słabości predykcyjne wyniku całkowitego – rezultaty badań

Autorzy	Spostrzeżenia
1	2
C.S.A. Cheng i in. (1993)	składniki pozostałego wyniku całkowitego nie mają wysokiej wartości predykcyjnej
D. Dhaliwal i in. (1999)	wyniki finansowe netto trafniej wyjaśniają przyszłe przepływy pieniężne i wyniki finansowe niż wynik całkowity
L. Campbell i in. (1999)	między zyskami (stratami) zabezpieczającymi przepływy pieniężne a przyszłym zyskiem brutto są ujemne zależności
G. Biddle, J.H. Choi (2006)	wynik całkowity jest gorszym wskaźnikiem przyszłych wyników finansowych netto
C. Tsuji (2013)	wynik całkowity nie przewyższył innych kategorii wyników i przepływów pieniężnych w zakresie przewidywania przyszłych stóp zwrotu z kapitału własnego
M. Dong i in. (2014)	wynik całkowity i pozostały wynik całkowity wydają się mieć stosunkowo niską zdolność przewidywania przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej bądź wyniku finansowego netto

94 M. Dong, S. Ryan, X. Zhang, *Preserving Amortized Costs Within a Fair-Value-Accounting Framework: Reclassification of Gains and Losses on Available-for-Sale Securities Upon Realization*, „Review of Accounting Studies” 2014, vol. 19, no. 1.

95 P. Pronobis, H. Zülch, *op. cit.*

96 C. Tsuji, *Comprehensive Income and Stock Return: Evidence from the Tokyo Stock Exchange*, „Journal of Management and Sustainability” 2013, vol. 3, no. 3.

1	2
Y. Wang i in. (2006)	wynik netto jest odpowiedniejszy i częściej wybierany do prognozowania wyników niż wynik całkowity
K. Kanagaretnam i in. (2009)	wynik netto jest zdecydowanie lepszą kategorią w przewidywaniu przyszłych zysków jednostki
J. Barton i in. (2010)	wynik całkowity ma jedną z najniższych zdolności przewidywania przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej na tle innych wskaźników efektywności ekonomicznej
I. Goncharov, A.C Hodgson (2011)	wynik finansowy netto jest lepszym wskaźnikiem przyszłych przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej
S. Makar i in. (2013)	między zyskami (stratami) zabezpieczającymi przepływy pieniężne a przyszłą rentownością i przyszłymi przepływami pieniężnymi obserwuje się odwrotne zależności

**Źródło:** opracowanie własne.

Odnotowuje się także szereg rezultatów badań empirycznych ukierunkowanych na wynik netto jako kategorii o znacznie wyższej wartości predykcyjnej (zob. tab. 4.6). Wang i in. na przykładzie holenderskich spółek notowanych na giełdzie w Amsterdamie w latach 1988–1997 dowiedli, że zarówno wynik netto, jak i wynik całkowity są wprawdzie przydatne do prognozowania wyników, ale ten pierwszy jest zdecydowanie odpowiedniejszy i częściej preferowany<sup>97</sup>. Po analizie wyników finansowych prezentowanych zgodnie z różnymi regulacjami rachunkowości Igor Goncharov i Allan Hodgson również scharakteryzowali wynik finansowy netto jako lepszy prognostyk przyszłych przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, co ważne, w ramach wszelkich regulacji<sup>98</sup>. Biddle i Choi zaprzeczyli także, by wynik całkowity miał istotnie wyższą wartość predykcyjną niż wynik netto<sup>99</sup>, zdaniem Kanagaretnama i in. będący zdecydowanie lepszą kategorią w przewidywaniu przyszłych zysków jednostki<sup>100</sup>. Nie bez znaczenia pozostają także rezultaty porównawczych badań między wynikiem całkowitym a innymi kategoriami przychodowymi i wynikowymi spółek giełdowych. Jak dowodzą Barton i in. wynik całkowity cechuje się jedną z najniższych zdolności przewidywania przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej spośród kilku

97 Y. Wang, W. Buijink, R. Eken, *op. cit.*

98 I. Goncharov, A.C. Hodgson, *Measuring and Reporting Income in Europe*, „Journal of International Accounting Research” 2011, vol. 10, no. 1.

99 G.C. Biddle, J.H. Choi, *op. cit.*

100 K. Kanagaretman, R. Mathieu, M. Shehata, *op. cit.*

innych rozważanych wskaźników efektywności ekonomicznej<sup>101</sup>. Najnowsze badania są także źródłem licznych krytycznych uwag dotyczących nie tylko wyniku całkowitego jako całości, ale także poszczególnych komponentów OCI. Linada Campbell i in. potwierdzili bowiem ujemny związek między zyskami (stratami) zabezpieczającymi przepływy pieniężne a przyszłym zyskiem brutto<sup>102</sup>, zaś Stephen Makar i in. udokumentowali wręcz odwrotne zależności między tym komponentem pozostałego wyniku całkowitego a przyszłą rentownością i przyszłymi przepływami pieniężnymi<sup>103</sup>.

Jednym z przypuszczalnych powodów braku spójności wyników badań jest fakt, że większość z nich dotyczy sprawozdań finansowych prezentowanych przez spółki giełdowe z okresów sprzed wejścia w życie sprawozdania z wyniku całkowitego. W rezultacie wykorzystano w nich pomiar OCI i jego komponentów na podstawie innych fragmentów sprawozdań, które niekoniecznie odzwierciedlały rzeczywiste dane przypisane poszczególnym kategoriom zgodnie z obecnie obowiązującymi regulacjami Międzynarodowych Standardów Rachunkowości. Głównym celem tego raportowania jest jednak przekazywanie inwestorom wszystkich informacji, także wewnętrznych, które mogłyby wykorzystać w szacowaniu wartości przedsiębiorstwa, jak również prognozowaniu wyników finansowych bądź przepływów pieniężnych. Informacje o wyniku całkowitym powinny być zatem niezmiennie w czasie i pomocne w ocenie sytuacji ekonomiczno-finansowej jednostki, w szczególności pod kątem korzyści kapitałowych płynących ze wzrostu wartości spółki na rynku, a także perspektyw uzyskania tych korzyści w przyszłości.

#### **4.4. Ocena zróżnicowania wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto spółek giełdowych w Polsce**

Spośród 410 krajowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, według stanu na 1 października 2019 roku, szczegółowej analizie w kontekście zróżnicowania wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto poddano 349 podmiotów, które zdecydowały się w latach 2009–2018 na prezentację jednostkowych sprawozdań finansowych zgodnych z MSR, wyodrębniając tym samym

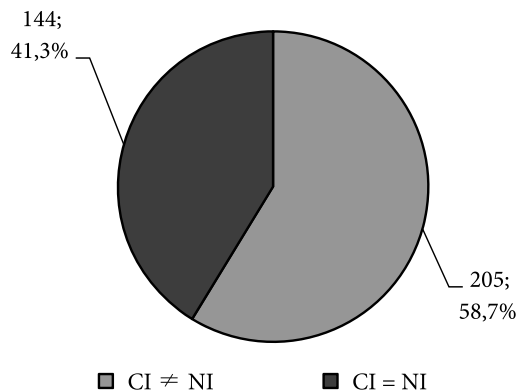
101 J. Barton, T.B. Hansen, G. Pownall, *op. cit.*

102 L. Campbell, D. Crawford, D.R. Franz, *How Companies Are Complying the Comprehensive Income Disclosure Requirements*, „Ohio CPA Journal” 1999, vol. 58, no. 1.

103 S. Makar, L. Wang, P. Alam, *The Mixed Attribute Model in SFAS 133 Cash Flow Hedge Accounting: Implications for Market Pricing*, „Review of Accounting Studies” 2013, vol. 18, no. 1.

sprawozdanie z wyniku całkowitego<sup>104</sup>. Analiza osobiście zebranych 3223 raportów finansowych, dostępnych na stronach internetowych tych spółek<sup>105</sup>, pokazuje, że w wielu wypadkach wartość wyniku całkowitego (CI) była tożsama z wartością wyniku finansowego netto (NI), co świadczyło o braku komponentów pozostałego wyniku całkowitego (OCI). Dotyczyło to 144 spółek, które w żadnym ze wspomnianych dziesięciu lat nie zaprezentowały ani jednej pozycji odróżniającej wynik całkowity od wyniku finansowego netto. Natomiast 205 podmiotów wykazywało któreś z pozycji wchodzących w skład OCI (zob. rys. 4.1).

Szczegółowe badanie międzysektorowego zróżnicowania wyniku całkowitego pozwoliło zidentyfikować trzy dominujące branże: paliwa i energia, chemia i surowce oraz produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa, w ramach których 70–75% przedsiębiorstw prezentowało wartość wyniku całkowitego różną od wyniku finansowego netto (zob. tab. 4.7). Należy także zwrócić uwagę na dwa inne sektory – handel i usługi oraz ochrona zdrowia, gdzie 56–57% spółek nie wykazywało żadnego ze składników pozostałego wyniku całkowitego w rozwanym dziesięcioleciu.



**Rysunek 4.1.** Porównanie wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto spółek giełdowych w Polsce w latach 2009–2018 (ich liczba i udział w %)

**Źródło:** opracowanie własne.

<sup>104</sup> Zob. pkt 3.3.

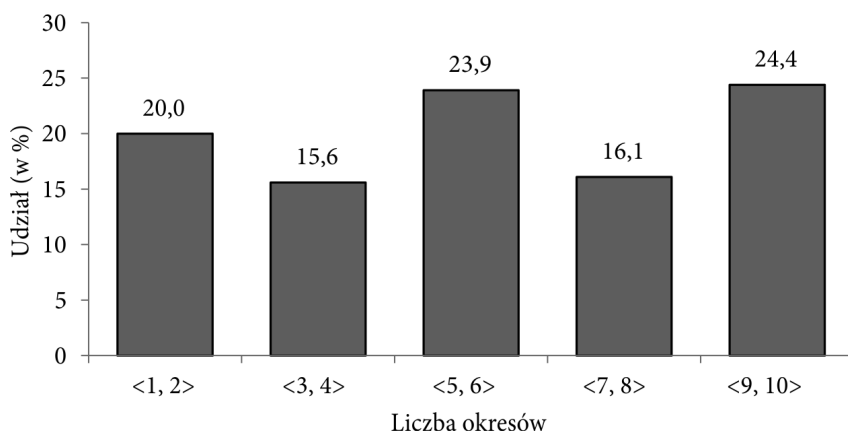
<sup>105</sup> Przeprowadzając ocenę 349 spółek krajowych w dziesięcioletnim okresie badawczym (lata 2009–2018), pozyskano 3223 raporty finansowe spośród 3490 możliwych. Wynikało to z faktu, że niektóre z jednostek nowo powstały bądź debiutowały na GPW w owym czasie, tym samym, nie będąc spółkami publicznymi, nie publikowały raportów finansowych na swoich stronach internetowych. Co ważne, w celu uniknięcia wyłączenia z próby zbyt wielu przedsiębiorstw nie wprowadzono w analizach ograniczenia dostępności danych z całej dekady dla wszystkich spółek objętych badaniem. Konsekwencją przyjętego rozwiązania są różnice w liczebności próby badawczej w ujęciach rocznych.

**Tabela 4.7.** Międzysektorowe zróżnicowanie kształtowania się CI względem NI badanych spółek w latach 2009–2018

Sektor	CI ≠ NI		CI = NI	
	liczba spółek	udział w %	liczba spółek	udział w %
finanse	47	56,0	37	44,0
paliwa i energia	9	75,0	3	25,0
chemia i surowce	24	70,6	10	29,4
produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	61	69,3	27	30,7
dobra konsumpcyjne	20	50,0	20	50,0
handel i usługi	18	42,9	24	57,1
ochrona zdrowia	8	44,4	10	55,6
technologie	18	58,1	13	41,9

**Źródło:** opracowanie własne.

Obserwacja różnic między wynikiem całkowitym a wynikiem finansowym netto w trakcie objętego badaniem dziesięciolecia dowodzi, że wśród 205 podmiotów 37 z nich prezentowało składniki OCI przez całą dekadę, zaś kolejne 13 przez dziewięć lat, stanowiąc łącznie 24,4% analizowanych jednostek (zob. rys. 4.2). Znaczna część spółek ujawniała składniki pozostałego wyniku całkowitego przez pięć bądź sześć lat, choć w 41 z nich odnotowano te pozycje sprawozdawcze wyłącznie dla jednego bądź dwóch okresów obrachunkowych.

**Rysunek 4.2.** Struktura spółek prezentujących składniki OCI w podziale na liczbę okresów badawczych w latach 2009–2018

**Źródło:** opracowanie własne.

Zgodnie z teoretycznymi założeniami, wynik całkowity okazał się kategorią w większym stopniu zmienną niż wynik finansowy netto, o czym świadczą nie tylko wartości minimalne i maksymalne wyniku całkowitego, ale przede wszystkim obliczone miary zmienności (rozproszenia, dyspersji) (zob. tab. 4.8).

**Tabela 4.8.** Statystyki opisowe CI i NI (w mln zł) za lata 2009–2018 na próbie 349 spółek

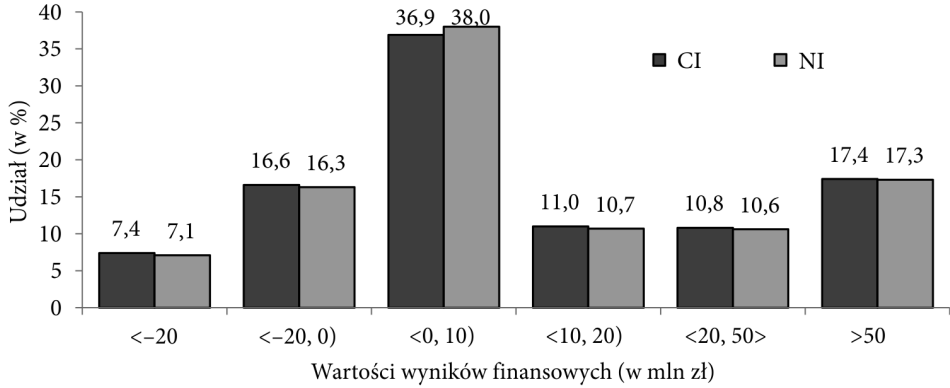
Wyszczególnienie	CI	NI
średnia arytmetyczna	81,6	81,1
odchylenie standardowe	501,9	486,1
odchylenie ćwiartkowe	10,7	10,6
minimum	-6217,0	-4672,0
mediana	4,5	4,4
maksimum	11 659,0	11 394,0
współczynnik zmienności dla odchylenia standardowego (w %)	614,8	599,5
współczynnik zmienności dla odchylenia ćwiartkowego (w %)	236,6	241,4

**Źródło:** opracowanie własne.

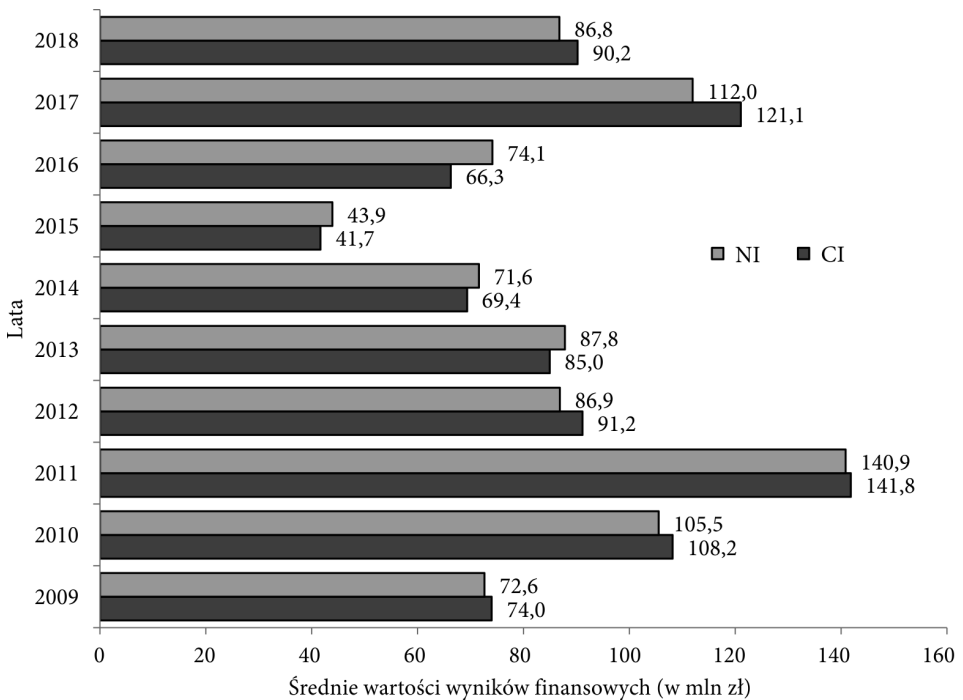
Odchylenie standardowe i odpowiadający mu współczynnik zmienności dla wyniku całkowitego były odpowiednio wyższe o 15,8 mln zł i 15,3 p.p. Jednak po odrzuceniu 25% najmniejszych i 25% największych wartości badanych zmiennych, różnice te nie były już tak wyraźne, o czym świadczą wielkości odchylenia ćwiartkowego i towarzyszącego mu współczynnika zmienności, które wyniosły odpowiednio – dla CI 10,7 mln zł oraz 236,6%, zaś dla NI 10,6 mln zł i 241,4%. Ponadto na podstawie obliczonego dodatkowo odchylenia przeciętnego, czyli średniej arytmetycznej bezwzględnych odchyłeń wartości obu wyników od średniej arytmetycznej, które wyniosło dla CI 172,9 mln zł, zaś dla NI 169,8 ml zł, nie można mówić o zasadniczej przewadze jednej kategorii nad drugą. Poza tym, jak wynika z rysunku 4.3, rozkład wartości wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto, poza przedziałem 0–10 mln zł, był zbliżony. Różnice między CI i NI wyniosły bowiem 0,2–0,3 p.p.

Obserwując kształtowanie się średnich wartości wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto w poszczególnych latach w 349 spółkach, warto zauważyć, że największą różnicę między tymi kategoriami odnotowano w 2017 roku. Wyniosła ona 9,1 mln zł na korzyść wyniku całkowitego (zob. rys. 4.4). Rok wcześniej zaobserwowano zaś wyższe średnie wartości wyniku finansowego netto niż wyniku całkowitego – mniej więcej o 8 mln zł. Można dodatkowo wskazać pięć okresów badawczych, kiedy średnia wartość CI przewyższała NI (od 1 mln zł w 2011 roku

do 4,3 mln zł w 2012 roku). W pozostałych trzech latach (2013–2015) wartości NI były średnio wyższe niż CI o 2,2–2,9 mln zł.



**Rysunek 4.3.** Rozkład wartości CI i NI w latach 2009–2018 na próbie 349 spółek  
**Źródło:** opracowanie własne.



**Rysunek 4.4.** Kształtowanie się średnich wartości CI i NI w latach 2009–2018 na próbie 349 spółek  
**Źródło:** opracowanie własne.

Otrzymane rezultaty potwierdzają wprawdzie różnice między badanymi kategoriami finansowymi, ale niezbyt duże, co niezaprzeczalnie należy tłumaczyć uzyskanymi wcześniej wynikami badań wskazującymi aż 114 spółek nieróżnicujących tych dwóch kategorii w swoich sprawozdaniach finansowych. Tym samym konieczne jest zdaniem autora, w szczególności w komparatywnej analizie zróżnicowania wyniku całkowitego względem wyniku finansowego netto, skupienie uwagi wyłącznie na 205 podmiotach prezentujących którąkolwiek z wartości OCI w swoich raportach finansowych.

Na podstawie badania sprawozdań podmiotów wykazujących komponenty pozostałego wyniku całkowitego należy stwierdzić, że wartości wyniku całkowitego w tej grupie wyniosły średnio 133,2 mln zł i mieściły się w przedziale od –6217 mln zł do 11 659 mln zł przy medianie wynoszącej 8,6 mln zł, odchyleniu standardowym i ćwiartkowym w wysokości odpowiednio 645,8 mln i 25,8 mln zł oraz współczynnikach zmienności dla tych odchyżeń na poziomie 484,9% i 301,6% (zob. tab. 4.9). Natomiast obliczone mierniki dyspersji dla wyniku finansowego netto potwierdziły jego mniejszą zmienność w objętej badaniem dekadzie, szczególnie, ze względu na różnice w odchyleniach standardowych i ćwiartkowych (20,9 mln zł i 0,2 mln zł) oraz współczynnika zmienności dla odchylenia standardowego (12,3 p.p.). Jednak po odrzuceniu 25% najmniejszych i 25% największych wartości obu wyników finansowych, okazało się, że w większym stopniu zmienny jest wynik finansowy netto względem wyniku całkowitego, a różnica we współczynniku zmienności dla odchylenia ćwiartkowego wyniosła 14,1 p.p.

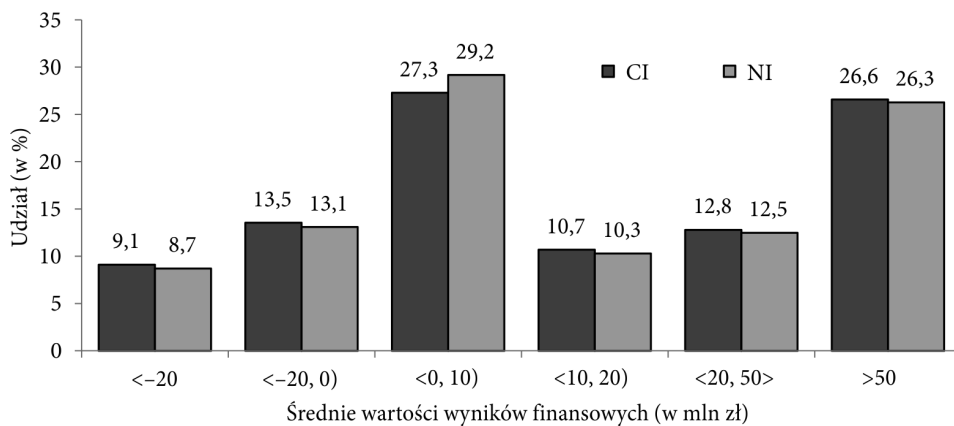
**Tabela 4.9.** Statystyki opisowe CI i NI (w mln zł) za lata 2009–2018 na próbie 205 spółek

Wyszczególnienie	CI	NI
średnia arytmetyczna	133,2	132,2
odchylenie standardowe	645,8	625,0
odchylenie ćwiartkowe	25,8	25,6
minimum	–6217,0	–4672,0
mediana	8,6	8,1
maksimum	11 659,0	11 394,0
współczynnik zmienności dla odchylenia standardowego (w %)	484,9	472,7
współczynnik zmienności dla odchylenia ćwiartkowego (w %)	301,6	315,7

**Źródło:** opracowanie własne.



Na podstawie uzyskanych rezultatów badań nie można jednoznacznie wskazać na zdecydowanie większą zmienność jednej kategorii wobec drugiej. Potwierdzeniem tego faktu mogą być obliczone wartości odchylenia przeciętnego, które wyniosły – dla CI 260,4 mln zł i dla NI 255,5 mln zł. Wyniki zaprezentowane na rysunku 4.5 wskazują natomiast, że rozkłady wartości tych dwóch mierników efektywności ekonomicznej były bardziej zróżnicowane niż w wypadku próby 349 spółek. Poza interwałem  $<0, 10)$  sięgały one 0,3–0,5 p.p.



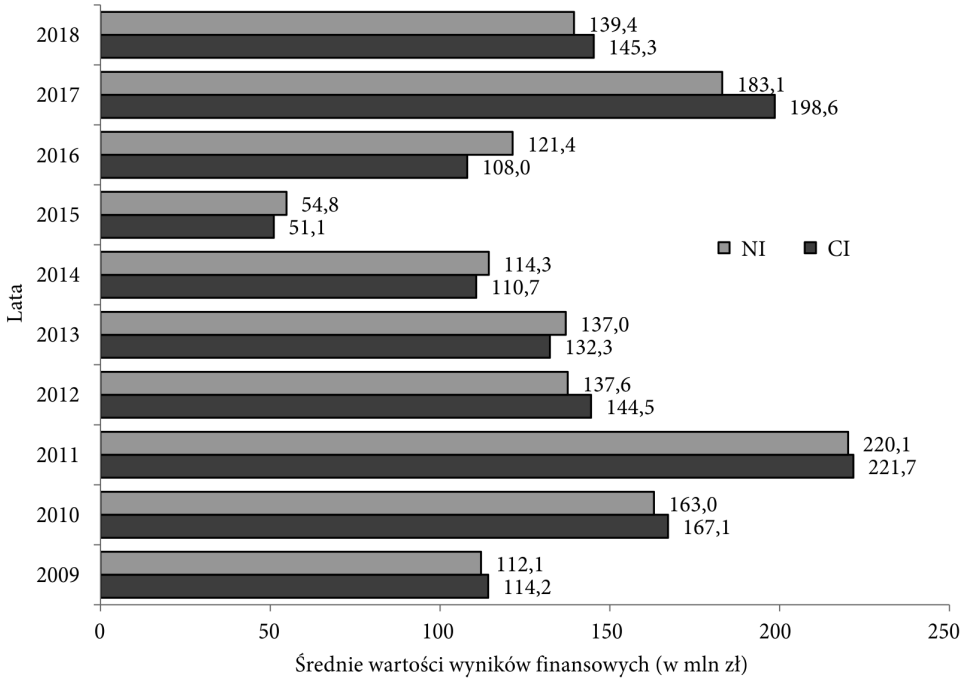
**Rysunek 4.5.** Rozkład wartości CI i NI w latach 2009–2018 na próbie 205 spółek

**Źródło:** opracowanie własne.

Analizując kształtowanie się średnich wartości wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto w poszczególnych objętych badaniem latach w 205 spółkach, warto zauważyć, że największą różnicę między tymi kategoriami odnotowano także w 2017 roku i wyniosła ona 15,5 mln zł na korzyść wyniku całkowitego (zob. rys. 4.6). Rok wcześniej zaobserwowano zaś wyższe średnie wartości wyniku finansowego netto niż wyniku całkowitego – o 13,4 mln zł. W pięciu objętych badaniem latach (2009–2012 i 2018) średnia wartość CI przewyższała NI o 1,5–6,9 mln zł, zaś w pozostałych trzech latach (2013–2015) wartości NI były średnio wyższe niż CI o 3,7–4,7 mln zł.

Odnosząc się do międzysektorowego zróżnicowania wyniku całkowitego, wskazać należy na trzy główne branże – finanse, paliwa i energia oraz chemia i surowce, w których odnotowano nie tylko najwyższe wartości tego wyniku, ale również

największe różnice między wynikiem finansowym netto a wynikiem całkowitym, o czym świadczą średnie wartości pozostałego wyniku całkowitego dla całej branży, wynoszące odpowiednio 5,8, 3,3 oraz –6,3 mln zł (zob. tab. 4.10).



**Rysunek 4.6.** Kształtowanie się średnich wartości CI i NI w latach 2009–2018 na próbie 205 spółek

**Źródło:** opracowanie własne.

Mając na uwadze przegląd średnich wartości pozostałego wyniku całkowitego w ciągu badanego dziesięciolecia, niewątpliwie za najbardziej zróżnicowany należy uznać 2014 rok za sprawą branży paliwa i energia, w której wynik finansowy netto był średnio wyższy od wyniku całkowitego o 259 mln zł. Równie wysokie odchylenie tego typu odnotowano w sektorze finanse w 2016 roku, kiedy średnia wartość OCI wyniosła –74,7 mln zł. Największe różnice między wynikiem całkowitym a wynikiem netto na korzyść tego pierwszego zaobserwowano także w branży paliwa i energia w latach 2015–2017, kiedy odchylenia kształtowały się na poziomie 73–110 mln zł.

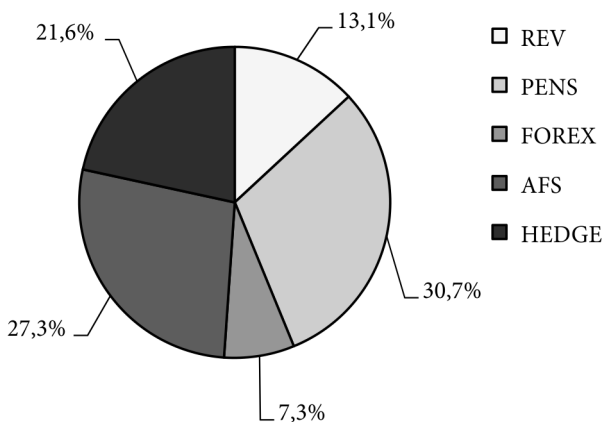
Tabela 4.10. Średnie wartości CI i NI (w mln zł) w podziale na sektory w latach 2009–2018 na próbie 205 spółek

Sektory	Lata										Razem	
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018		
finanse	CI	183,7	273,0	275,6	321,4	215,0	329,9	225,7	197,4	301,5	269,8	260,1
	NI	175,0	261,6	266,8	275,3	255,1	273,8	254,7	272,1	262,1	236,1	254,3
paliwa i energia	CI	716,6	1176,4	1094,5	905,5	892,2	191,8	157,5	1419,8	1999,0	1039,5	959,9
	NI	696,8	1153,8	1140,7	915,6	835,0	450,8	75,1	1346,5	1888,7	1049,0	956,6
chemia i surowce	CI	120,7	299,6	670,3	282,8	169,6	91,6	-196,8	-80,0	288,4	202,5	185,2
	NI	135,8	294,8	658,3	303,9	162,2	127,7	-176,6	-80,5	275,1	211,4	191,5
produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	CI	19,6	21,7	17,3	-56,5	16,4	11,8	5,5	15,2	10,0	16,2	7,5
	NI	17,2	20,8	15,9	-56,8	14,4	13,5	3,5	14,8	9,8	18,1	7,0
dobra konsumpcyjne	CI	40,6	37,5	33,1	34,9	49,3	37,2	57,0	51,2	41,7	40,9	42,3
	NI	37,0	36,7	34,1	33,2	48,8	37,7	57,1	50,5	39,7	42,0	41,7
handel i usługi	CI	6,3	14,5	21,8	21,3	22,1	30,9	75,0	30,5	20,1	35,9	28,1
	NI	5,8	14,2	22,0	21,0	21,8	32,0	70,1	31,1	22,9	31,9	27,5
ochrona zdrowia	CI	-75,6	36,1	-37,5	-29,0	-2,3	48,4	-67,1	12,2	-23,4	-11,1	-13,4
	NI	-75,8	36,1	-37,6	-28,1	-2,3	34,7	-74,7	11,9	-23,1	-10,4	-15,9
technologie	CI	236,1	152,6	160,9	116,9	136,5	56,5	70,1	-41,2	-11,3	29,0	90,4
	NI	235,1	153,7	161,3	121,7	134,4	62,6	68,3	-46,0	-10,6	29,8	90,8

Źródło: opracowanie własne.

## 4.5. Analiza komponentów pozostałego wyniku całkowitego spółek giełdowych

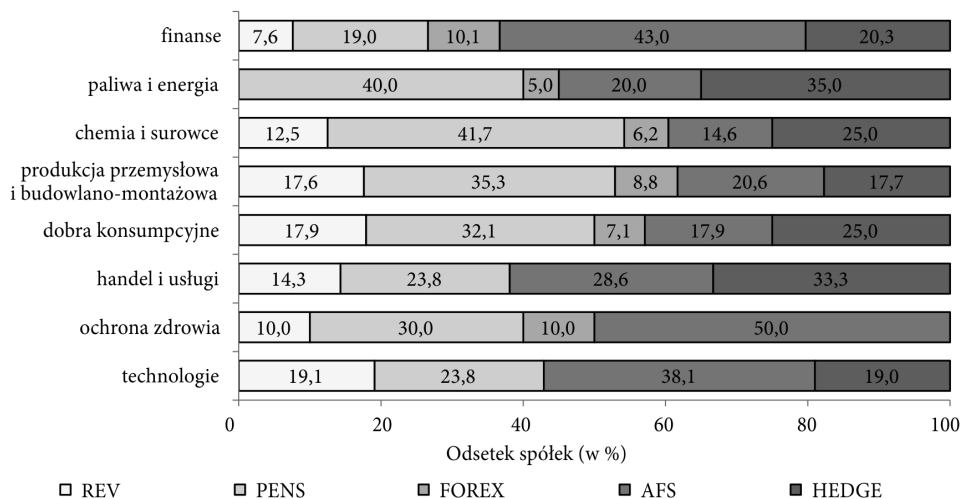
Ważnym nurtem badań nad zróżnicowaniem wyniku całkowitego jest analiza elementów odróżniających tę kategorię finansową od wyniku finansowego netto, innymi słowy analiza składników pozostałego wyniku całkowitego. Gruntowny przegląd 1964 raportów finansowych badanych spółek dowodzi, że kluczowymi kategoriami odróżniającymi wynik całkowity od wyniku finansowego netto w objętej badaniem dekadzie były zyski (straty) aktuarialne z tytułu programu określonych świadczeń pracowniczych (PENS), zyski (straty) z tytułu przeszacowania składników aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży (AFS) i efektywna część zysków (strat) związanych z instrumentami zabezpieczającymi w ramach zabezpieczania przepływów pieniężnych (HEDGE) (zob. rys. 4.7).



**Rysunek 4.7.** Struktura spółek wykazujących poszczególne pozycje OCI w latach 2009–2018  
**Źródło:** opracowanie własne.

Pozostałe dwa komponenty OCI – zmiany w nadwyżce z przeszacowania środków trwałych i wartości niematerialnych (REV) oraz zyski (straty) wynikające z przeliczenia pozycji sprawozdania finansowego jednostki działającej za granicą (FOREX), były znacznie rzadziej prezentowane w sprawozdaniach finansowych badanych spółek.

Na podstawie oceny międzysektorowego zróżnicowania prezentacji poszczególnych komponentów pozostałego wyniku całkowitego, warto zauważyć, że spółki z sektora handel i usługi oraz technologie w ogóle nie wykazywały pozycji FOREX, podobnie jak w wypadku branży paliwa i energia, gdzie nie prezentowano składników REV (zob. rys. 4.8).

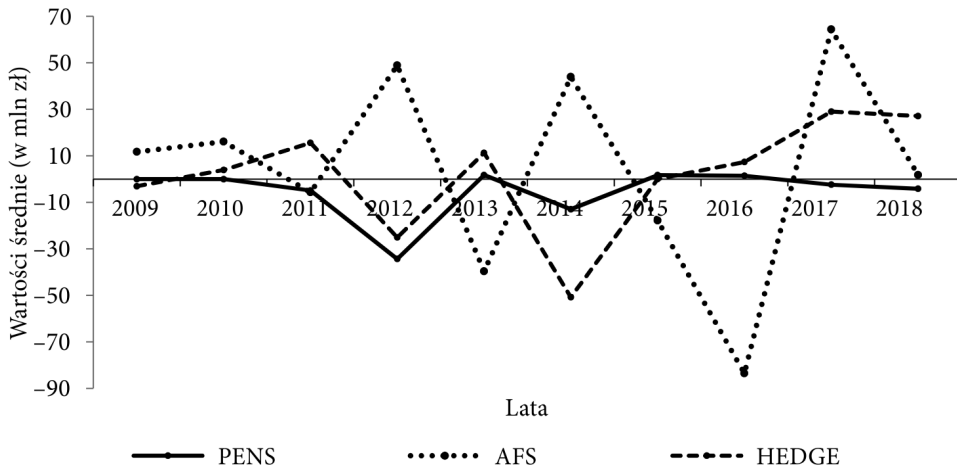


**Rysunek 4.8.** Struktura spółek prezentujących komponenty OCI w podziale na sektory w latach 2009–2018

**Źródło:** opracowanie własne.

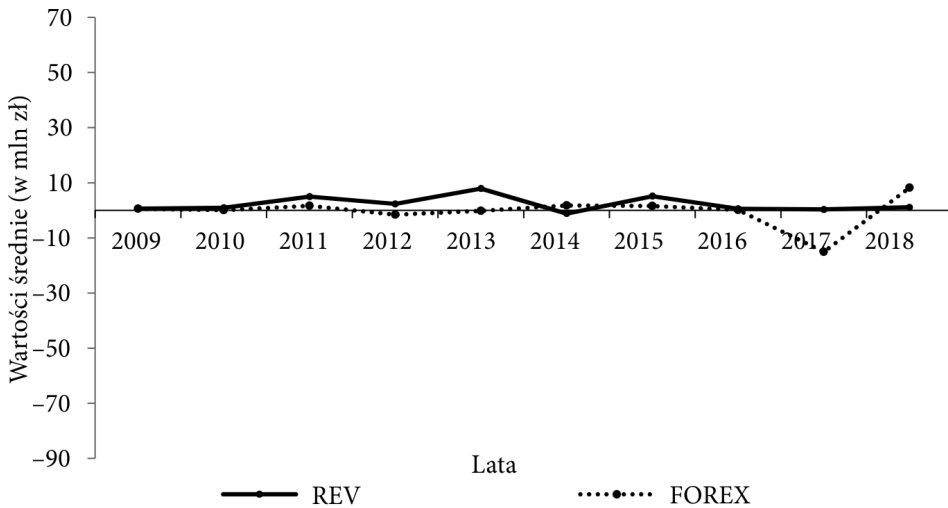
Mimo że efektywna część zysków (strat) związanych z instrumentami zabezpieczającymi w ramach zabezpieczania przepływów pieniężnych (HEDGE) stanowiła ważny składnik pozostałego wyniku całkowitego w wielu branżach, jednak w żadnej spółce z sektora ochrona zdrowia się on nie pojawił. Analizując dwa kluczowe elementy OCI – zyski (straty) aktuarialne z tytułu programu określonych świadczeń pracowniczych (PENS) i zyski (straty) z tytułu przeszacowania składników aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży (AFS), należy wskazać, że branżami z największym udziałem spółek prezentujących te składniki okazały się: dla PENS chemia i surowce oraz paliwa i energia, zaś dla AFS ochrona zdrowia i finanse. Uwzględniając fakt, że do tej ostatniej należało jedynie dziesięć spółek, wynik ten jest mało reprezentatywny. Zdecydowanie za najważniejszy w zakresie prezentacji przeszacowań składników aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży sektor uznać należy branżę finanse, co wynika z charakteru działalności spółek przypisanych do tego sektora.

Na szczególną uwagę zasługuje zróżnicowanie wartości komponentów pozostałego wyniku całkowitego na przestrzeni objętego badaniem dziesięciolecia, które w sposób kluczowy odróżniały CI od NI (zob. rys. 4.9 i 4.10).



**Rysunek 4.9.** Kształtowanie się średnich wartości PENS, AFS i HEDGE w latach 2009–2018

**Źródło:** opracowanie własne.



**Rysunek 4.10.** Kształtowanie się średnich wartości REV i FOREX w latach 2009–2018

**Źródło:** opracowanie własne.

Biorąc pod uwagę trzy główne kategorie – PENS, AFS i HEDGE, można dostrzec nie tylko ich zmienny charakter (ujemny bądź dodatni), ale także kontrasty między badanymi okresami obrachunkowymi. Dwa pozostałe składniki, czyli REV i FOREX, były nie tylko najrzadziej wykazywanymi w sprawozdaniach z wyniku całkowitego, ale także cechowały się znacznie mniejszą dynamiką.

O zmienności poszczególnych komponentów pozostałego wyniku całkowitego świadczą obliczone w tabeli 4.11 miary położenia i zróżnicowania. Za najbardziej

**174** Wynik całkowity – jakość i użyteczność w procesie...

zróznicowane należy uznać trzy składniki pozostałego wyniku całkowitego będące najczęściej wykazywanymi przez badane spółki giełdowe, czyli PENS, AFS i HEDGE. Świadczą o tym obliczone wartości odchyień standardowych czy wielkości współczynników zmienności, a także wartości rozstępów, które w ich wypadku wyniosły odpowiednio 773,4 mln zł, 1165,9 mln zł i 1080,7 mln zł. Po odrzuceniu 25% najmniejszych i 25% największych wartości badanych kategorii OCI, dodatkowo duże zróznicowanie odnotowano w wypadku REV.

**Tabela 4.11.** Statystyki opisowe komponentów OCI (w mln zł) za lata 2009–2018

Wyszczególnienie	REV	PENS	FOREX	AFS	HEDGE
średnia arytmetyczna	7,2	-17,9	-1,2	25,0	18,6
odchylenie standardowe	21,5	102,9	20,8	133,5	127,9
odchylenie ćwiartkowe	3,5	0,5	0,7	7,1	8,5
minimum	-8,5	-760,0	-87,0	-346,2	-355,9
mediana	1,0	-0,2	-0,2	0,1	0,1
maksimum	118,2	13,4	41,8	819,7	724,8
współczynnik zmienności dla odchylenia standardowego (w %)	299,1	-575,3	-1680,7	534,1	688,5
współczynnik zmienności dla odchylenia ćwiartkowego (w %)	347,8	-285,7	-414,4	12 219,9	6716,9

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela 4.12.** Średnie wartości komponentów OCI (w mln zł) w podziale na sektory w latach 2009–2018

Sektory / Komponenty	REV	PENS	FOREX	AFS	HEDGE
finanse	12,54	-4,69	-8,92	52,13	64,47
paliwa i energia	-	-3,74	41,83	7,96	36,16
chemia i surowce	6,00	-81,66	-0,10	1,65	-22,17
produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	10,75	-0,22	-0,31	1,86	10,09
dobra konsumpcyjne	0,18	-0,18	2,08	0,16	22,93
handel i usługi	4,74	-0,57	-	18,13	-2,37
ochrona zdrowia	0,94	-0,11	-0,12	41,96	-
technologie	-2,05	-21,51	-	0,23	6,24

**Źródło:** opracowanie własne.

Przyglądając się średnim wartościom poszczególnych komponentów OCI w analizowanych sektorach, warto zauważyć, że w wypadku PENS wartości te były ujemne we wszystkich badanych branżach (zob. tab. 4.12), a dominowała w tym zakresie chemia i surowce. Najmniejsze średnie wartości w wypadku pozostałych składników pozostałego wyniku całkowitego odnotowano dla REV w sektorze technologie, dla FOREX w branży finanse, zaś dla AFS i HEDGE odpowiednio w sektorze dobra konsumpcyjne oraz chemia i surowce. Pod względem dodatnich wartości komponentów OCI za dominujący niewątpliwie należy uznać sektor finanse, w którym zaobserwowano największe średnie wartości dla trzech zmiennych – REV, AFS i HEDGE, sięgające od 13 mln zł do blisko 65 mln zł.

Przeprowadzona analiza dotycząca rozróżnienia wartości wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto spółek notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych nie pozwala jednoznacznie potwierdzić postawionej hipotezy  $H_2$ , że wartości wyniku całkowitego spółek giełdowych w Polsce cechuje większa zmienność niż wartości wyniku finansowego netto, co ogranicza użyteczność tego miernika dla podmiotów rynku kapitałowego. Po pierwsze aż 41% spółek nie wykazało żadnych składników pozostałego wyniku całkowitego, tym samym wartości wyniku finansowego netto i wyniku całkowitego były tożsame. Po drugie w pozostałych podmiotach odnotowano zbliżone wartości miar położenia i dyspersji obu wyników finansowych, co świadczy o znikomym zróżnicowaniu wyniku całkowitego względem wyniku finansowego netto. W warunkach polskich za dyskusyjne należy zatem uznać opinie prezentowane przez niektórych autorów, że łatwo zauważalna zmienność wyniku całkowitego jest jednym z powodów, dla których nie powinien on w ogóle być prezentowany w jednym sprawozdaniu z wyników<sup>106</sup>.

Podobnie jak w odniesieniu do polskiego rynku rezultaty zaprezentowali Cahan i in., badając spółki nowozelandzkie. W wypadku aż 37% podmiotów wykazany wynik netto nie różnił się od wyniku całkowitego, natomiast w grupie sprawozdań, gdzie te różnice wystąpiły średnia wartość odchyłań wynosiła zaledwie 11 p.p.<sup>107</sup>. Inni autorzy przedstawiają jednak odmienne wnioski. Shahwali Khan i Michael Bradbury dowiedli empirycznie, że wynik całkowity jest w znacznie większym stopniu zmienny niż wynik netto w wypadku spółek niefinansowych w Stanach Zjednoczonych<sup>108</sup>. Na podstawie porównań standardowych odchyłań między tymi dwoma miernikami potwierdziły to także badania Elaine Henry<sup>109</sup>.

Niejednoznaczne rezultaty badań prezentowane były także w odniesieniu do udziału pozostałego wyniku całkowitego w wyniku całkowitym. Jedni autorzy dokumentowali, że wynik finansowy netto i wynik całkowity zasadniczo nie różniły się od siebie<sup>110</sup>,

106 M.E. Bradbury, *Discussion of „Other Comprehensive Income: A Review and Directions for Future Research”*, „Accounting and Finance” 2016, vol. 56, no. 1.

107 S.F. Cahan et al., *op. cit.*

108 S. Khan, M.E. Bradbury, *Volatility and Risk Relevance of Comprehensive Income*, „Journal of Contemporary Accounting & Economics” 2014, vol. 10, no. 1.

109 E. Henry, *Presentation of Comprehensive Income: Another (Small) Step Toward Convergence*, „The Journal of Corporate Accounting & Finance” 2011, vol. 23, no. 1.

110 J.E. Ketz, *Comprehensive Income: What Do the Numbers Disclose?*, „Journal of Corporate Accounting and Finance” 1999, vol. 10, no. 4.



a jeśli w niektórych wypadkach były wyraźnie odmienne, tak jak w odniesieniu do spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Belgradzie, obserwacje tego typu należało uznać za stosunkowo rzadkie. Nie odnotowano również istotnych statystycznie różnic między wskaźnikami zysku całkowitego na jedną akcję i zysku netto na jedną akcję<sup>111</sup>. Inni badacze dowodzili z kolei, że w spółkach, które wybrały łączny format prezentacji sprawozdania z wyniku całkowitego komponenty OCI stanowiły 57% wyniku całkowitego, zaś w grupie podmiotów prezentujących oddzielnie rachunek zysków i strat oraz sprawozdanie z pozostałego wyniku całkowitego aż 81%. W rezultacie wynik całkowity był znacznie wyższy niż wynik netto w obu tych grupach<sup>112</sup>. Do podobnych wniosków doszli także Jordan i in. badający próbę stu losowo wybranych spółek świadczących usługi finansowe. Przy zastosowaniu progu istotności wynoszącego 10% 54 spółki wykazały na tyle wysoką wartość pozostałego wyniku całkowitego, że w wyraźny sposób wpłynęła ona na przewagę CI nad NI. Wśród 11 podmiotów wartość OCI stanowiła ponad 100% wartości NI<sup>113</sup>.

Wyniki zaprezentowanych badań na przykładzie kilku zasadniczych komponentów pozostałego wyniku całkowitego – PENS, AFS i HEDGE, są natomiast potwierdzeniem wniosków, do jakich doszli Smith i Tse, że pozycje pozostałego wyniku całkowitego zwiększają zmienność wyników całkowitych przy niezmiennym ryzyku działalności spółki<sup>114</sup>. Idąc dalej, można pokusić się o supozycję, że zmienność tych pozycji wprowadza zamieszanie przy pomiarze standingu finansowego spółki przez użytkownika sprawozdań finansowych. Szczególnego znaczenia nabiera zróżnicowanie OCI, będące skutkiem zmian w zewnętrznym otoczeniu przedsiębiorstwa, np. cen rynkowych (w wypadku HEDGE), a także swego rodzaju subiektywizmu w wycenie wartości poszczególnych składników majątku (np. w wypadku AFS). Nie bez znaczenia są też podnoszone argumenty, że wynik finansowy netto, generowany przez powtarzające się operacje jednostki, może być lepszym miernikiem efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa. Należy jednak zgodzić się z opinią Hoogervorsta, że zmienność składników pozostałego wyniku całkowitego jest naturalnym i prawidłowym odzwierciedleniem rzeczywistości gospodarczej<sup>115</sup>, a w konsekwencji wynik całkowity jest w większym stopniu klarowniejszą informacyjnie kategorią finansową, mogącą służyć trafniejszej ocenie efektywności ekonomicznej spółki oraz wycenie jej wartości, a w rezultacie być użyteczniejszą w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Ocena tych dwóch mierników z punktu widzenia beneficjentów sprawozdań finansowych w Polsce stanowi przedmiot badań zaprezentowanych w następnym rozdziale monografii.

111 I.M. Ngmenipuo, O. Issah, *The Impact of Comprehensive Income Reporting on Financial Performance of Ghanaian Firms with Public Accountability*, „International Journal of Economics, Commerce and Management” 2015, vol. 3, no. 3; I. Pășcan, *op. cit.*

112 L. Campbell, D. Crawford, D.R. Franz, *op. cit.*

113 C.E. Jordan, S.J. Clark, *Comprehensive Income: How Is It Being Reported and What Are Its Effects?*, „The Journal of Applied Business Research” 2002, vol. 18, no. 2.

114 P.A. Smith, S. Tse, *op. cit.*

115 H. Hoogervorst, *op. cit.*

## Rozdział 5

# Użyteczność wyniku całkowitego dla beneficjentów sprawozdań finansowych

W poprzednim rozdziale, na podstawie obszernej analizy obcojęzycznej literatury przedmiotu, pokazano szereg argumentów zarówno zwolenników, jak i przeciwników wyniku całkowitego przytaczanych w kontekście przydatności tej kategorii ekonomicznej dla podmiotów rynku kapitałowego. Przeprowadzona analiza porównawcza zróżnicowania wartości wyniku całkowitego i wyniku finansowego spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych nie pozwala na jednoznaczne uznanie wyraźnej przewagi jednej z tych kategorii nad drugą. Wątpliwe jest więc dyskredytowanie wyniku całkowitego w opinii użytkowników sprawozdań finansowych z uwagi na jego większą zmienność w czasie niż wyniku finansowego netto, co artykułowane jest w literaturze przedmiotu<sup>1</sup>. W związku z tym rodzi się pytanie o poglądy i opinie na temat jakości informacyjnej wyniku całkowitego i jego użyteczności w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych, prezentowane przez uczestników polskiego rynku kapitałowego.

Głównym celem tego rozdziału jest zidentyfikowanie preferencji inwestorów (indywidualnych i instytucjonalnych) oraz analityków giełdowych w Polsce w zakresie wykorzystywania informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych spółek publicznych do podejmowania decyzji inwestycyjnych, ze szczególnym uwzględnieniem kategorii wyniku całkowitego i jego komponentów. Badania empiryczne poprzedzone zostały teoretycznymi rozważaniami na temat oczekiwań informacyjnych odbiorców sprawozdań finansowych, w tym wyników finansowych przedsiębiorstwa, w podziale na zewnętrznych i wewnętrznych.

W przeprowadzonym przy pomocy metody ankietowej (pomiaru pośredniego) badaniu jakościowym podjęto próbę rozstrzygnięcia dylematów dotyczących profilu inwestycyjnego respondentów, ich preferencji odnośnie do raportów finansowych,

---

1 M.E. Bradbury, *Discussion of „Other Comprehensive Income: A Review and Directions for Future Research”*, „Accounting and Finance” 2016, vol. 56, no. 1.

a przede wszystkim przydatności wyniku całkowitego dla podejmowania decyzji inwestycyjnych. Dokonywana przez polskich inwestorów i analityków giełdowych praktyczna ocena jakości i użyteczności wyniku całkowitego stanowi weryfikację hipotezy  $H_3$ , zgodnie z którą wynik całkowity, w porównaniu z wynikiem finansowym netto, nie stanowi dla beneficjentów sprawozdań finansowych w Polsce istotnej informacyjnie i użytecznej w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych miary. Przyczyniać się do tego może wykazany w rozdziale trzecim chaos terminologiczny dotyczący wyniku całkowitego oraz różnorodność w zakresie jego prezentacji. Ponadto ze względu na niewielką skalę odchyień między wartościami wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto spółek notowanych na GPW, dowiedzioną w poprzednim rozdziale, do komponentów pozostałego wyniku całkowitego zarówno inwestorzy, jak i analitycy giełdowi mogą nie przywiązywać dużej wagi i traktować te informacje jako nieistotne przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Warto podkreślić, że w polskiej literaturze przedmiotu, według tego, co wiadomo autorowi, nikt jak dotąd nie przeprowadził badań jakościowych dotyczących wyniku całkowitego, w szczególności pod kątem jego przydatności dla uczestników polskiego rynku kapitałowego. Tym samym wyniki analiz stanowią ważny wkład w badania naukowe rynku kapitałowego w Polsce nieprezentowane dotychczas w literaturze. Stanowią nie tylko istotny wgląd w zakres bieżących problemów, z jakimi borykają się beneficjenci informacji finansowych, ale także swego rodzaju benchmark ułatwiający zestawienie polityki informacyjnej spółek z tym, czego oczekują ich interesariusze.

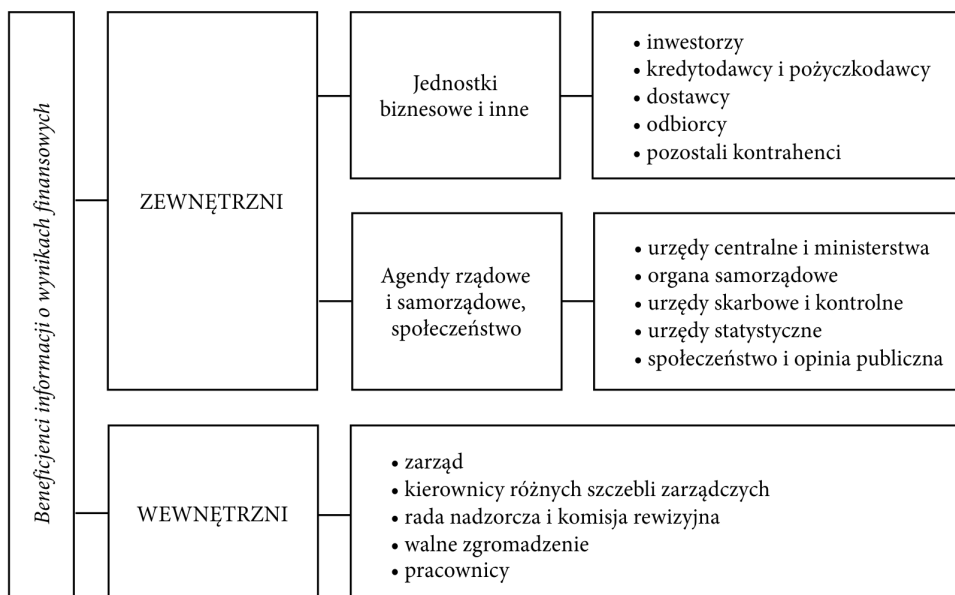
## 5.1. Beneficjenci informacji o wynikach finansowych przedsiębiorstwa

Zainteresowanie różnych grup interesariuszy przedsiębiorstwa w znacznej mierze koncentruje się na kwestiach związanych ze sprawozdawczością finansową, w szczególności informacjami o wynikach finansowych przedsiębiorstwa. Fundamentem budowania prawidłowych relacji między przedsiębiorstwem a użytkownikami sprawozdań finansowych są przede wszystkim zawarte w nich rzetelne informacje. Prezentowane w raportach finansowych, stanowią źródło wiedzy o działalności przedsiębiorstwa dla interesariuszy, zgodnie z ich potrzebami informacyjnymi, zaspokajanymi w głównej mierze dzięki sprawozdawczości finansowej<sup>2</sup> i chronionymi przez zasady ładu korporacyjnego<sup>3</sup>.

2 D. Wędzki, *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, Oficyna Ekonomiczna, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2006, s. 13–17.

3 T. Czerwińska, *Relacje inwestorskie w spółkach notowanych na GPW w Warszawie*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego. Inwestycje i Nieruchomości” 2004, nr 1, s. 235.

Odbiorcami sprawozdań finansowych, w tym wyników finansowych przedsiębiorstwa, jest szerokie grono użytkowników, których można podzielić na zewnętrznych (z otoczenia przedsiębiorstwa) i wewnętrznych (pracownicy, osoby pełniące funkcje zarządcze oraz nadzorcze) (zob. rys. 5.1).



**Rysunek 5.1.** Główni beneficjenci informacji o wynikach finansowych przedsiębiorstwa

**Źródło:** opracowanie własne za: W. Gabrusewicz, M. Remlein, *Sprawozdanie finansowe przedsiębiorstwa: jednostkowe i skonsolidowane*, wyd. 2 zm., PWE, Warszawa 2011, s. 24.

Zewnętrznych beneficjentów sprawozdań finansowych można dodatkowo podzielić na zaangażowanych kapitałowo, czyli w różnorodny sposób finansujących działalność przedsiębiorstwa (inwestorzy, banki, pożyczkodawcy, leasingodawcy itd.), i zaangażowanych informacyjnie, wykorzystujących dane przedsiębiorstwa do prowadzenia własnej działalności gospodarczej, mechanizmów kontrolnych czy też celów administracyjnych<sup>4</sup>. Wszelkie podmioty przeprowadzają analizę, ocenę i kontrolę wyników finansowych dla potrzeb podejmowania przez nich decyzji. Rodzaj i zakres wykorzystywanych informacji zależy od specyfiki tych decyzji, jak również relacji stworzonych między tymi podmiotami a przedsiębiorstwem. W rezultacie potrzeby i oczekiwania informacyjne poszczególnych użytkowników sprawozdań finansowych mogą być całkiem odmienne (zob. tab. 5.1).

<sup>4</sup> Por. D. Wędzki, *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego według polskiego prawa bilansowego*, Wydawnictwo Nieoczywiste, wyd. 3, Warszawa 2019, s. 15–23.

**Tabela 5.1.** Przykładowe potrzeby informacyjne beneficjentów sprawozdań finansowych

Beneficjenci	Rodzaj potrzeb informacyjnych
1	2
inwestorzy (obecni i przyszli akcjonariusze)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• zyski kapitałowe w postaci stóp zwrotu z akcji</li> <li>• zwrot zainwestowanego kapitału w formie dywidend</li> <li>• rentowność przedsiębiorstwa</li> <li>• płynność i wypłacalność przedsiębiorstwa</li> <li>• potencjał generowania dodatnich przepływów pieniężnych</li> <li>• obecna i przyszła wartość spółki</li> <li>• stopień ryzyka inwestycyjnego</li> <li>• przetrwanie i kontynuacja działalności podmiotu</li> </ul>
menedżerowie (kadra zarządzająca)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kondycja finansowa spółki (rentowność, płynność finansowa i wypłacalność)</li> <li>• wartość spółki na rynku</li> <li>• efektywność obecnych i przyszłych inwestycji</li> <li>• ryzyko prowadzonej działalności</li> <li>• perspektywa rozwoju i kontynuacji działalności</li> <li>• pozycja konkurencyjna podmiotu</li> <li>• wizerunek, renoma, marka i prestiż przedsiębiorstwa na rynku</li> </ul>
kredytodawcy i pożyczkodawcy	<ul style="list-style-type: none"> <li>• zdolność kredytowa przedsiębiorstwa</li> <li>• bieżąca płynność finansowa podmiotu</li> <li>• wartość gwarancyjna spółki</li> <li>• efektywność inwestycji (rzeczowych i kapitałowych)</li> <li>• wiarygodność jednostki na rynku</li> <li>• ryzyko kredytowe</li> <li>• długoterminowa perspektywa działalności podmiotu</li> </ul>
dostawcy, wierzyciele i kontrahenci	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ogólna kondycja finansowa przedsiębiorstwa</li> <li>• płynność finansowa i wypłacalność przedsiębiorstwa</li> <li>• zdolność płatnicza jednostki</li> <li>• popyt i podaż dóbr oraz usług spółki</li> <li>• zdolność jednostki do przetrwania na rynku</li> <li>• kontynuacja działalności spółki i perspektywy jej rozwoju</li> </ul>
klienci (odbiorcy produktów i usług)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• poziom cen produktów i usług przedsiębiorstwa</li> <li>• relacja ceny do jakości produktów i usług</li> <li>• wielkość, wolumen i kierunki rozwoju sprzedaży przedsiębiorstwa</li> <li>• przetrwanie podmiotu na rynku</li> <li>• wizerunek, renoma, marka i prestiż przedsiębiorstwa na rynku</li> </ul>
pracownicy i związki zawodowe	<ul style="list-style-type: none"> <li>• rentowność przedsiębiorstwa</li> <li>• płynność finansowa i wypłacalność (wypłata wynagrodzeń i innych świadczeń pracowniczych)</li> <li>• stabilność i kontynuacja działalności podmiotu na rynku</li> <li>• perspektywy rozwoju spółki</li> <li>• możliwość rozwoju zawodowego</li> </ul>

1	2
konkurenci	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ogólna kondycja finansowa przedsiębiorstwa</li> <li>• obecny i przewidywany poziom cen produktów i usług spółki</li> <li>• wielkość, wartość i kierunki rozwoju sprzedaży przedsiębiorstwa</li> <li>• poziom i struktura kosztów jednostki</li> <li>• udział spółki w rynku</li> <li>• pozycja konkurencyjna przedsiębiorstwa</li> </ul>
analitycy, firmy ratingowe	<ul style="list-style-type: none"> <li>• obecny i przyszły standing finansowy jednostki</li> <li>• stopy zwrotu z inwestycji w spółkę</li> <li>• obecna i przyszła wartość spółki</li> <li>• ryzyko prowadzonej działalności</li> <li>• przetrwanie i kontynuacja działalności przedsiębiorstwa</li> <li>• perspektywa rozwoju podmiotu</li> </ul>
pracownicy finansowo-księgowi, biegli rewidenci	<ul style="list-style-type: none"> <li>• poprawność informacji finansowych</li> <li>• wiarygodność prezentowanych informacji</li> <li>• poprawność sporządzania sprawozdań finansowych, raportów i dokumentów</li> <li>• zgodność z obowiązującymi przepisami prawa</li> <li>• użyteczność informacji dla potrzeb zarządczych</li> <li>• skłonność do manipulacji informacjami finansowymi</li> </ul>
rząd i agendy rządowe	<ul style="list-style-type: none"> <li>• rozmiar i efektywność działalności przedsiębiorstwa</li> <li>• kierunki rozwoju podmiotu</li> <li>• egzekwowanie należności podatkowych</li> <li>• prognozy i opracowania statystyczne</li> <li>• kształtowanie polityki gospodarczej i fiskalnej</li> </ul>
społeczeństwo i władze lokalne	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ogólna sytuacja finansowa podmiotu</li> <li>• plany inwestycyjne i rozwój regionu</li> <li>• rozwój infrastruktury technicznej</li> <li>• kontynuacja działalności przedsiębiorstwa</li> <li>• tworzenie nowych miejsc pracy</li> <li>• wpływ prowadzonej działalności na środowisko naturalne i gospodarkę lokalną</li> </ul>

**Źródło:** opracowanie własne za: W. Gabrusewicz, M. Remlein, *Sprawozdanie finansowe przedsiębiorstwa: jednostkowe i skonsolidowane*, wyd. 2 zm., PWE, Warszawa 2011, s. 25; J.J. Glynn, J. Perrin, P.P. Murphy, *Rachunkowość dla menedżerów*, tłum. A. Stolarek, J. Stolarek, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 17–19; W. Gos, *Bilans. Znaczenie, koncepcje sporządzenia, formy prezentacji*, PWE, Warszawa 2011, s. 15; R. Kowalak, *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa w badaniu zagrożenia upadłością*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2008, s. 15–18; Z. Luty, *Kierunki zmian sprawozdawczości finansowej*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2010, t. 56, nr 112, s. 128–130; J. Mackevičius, K. Senkus, *The System of Formation and Evaluation of the Information of Cash Flows*, „Journal of Business Economics and Management” 2006, vol. 7, no. 4, s. 171–172; J. Matuszewicz, P. Matuszewicz, *Rachunkowość od podstaw*, wyd. zm. i uzup., Finans-Servis Zespół Doradców Finansowo-Księgowych. Grupa Finans-Servis, Warszawa 2012, s. 383; B. Micherda, Ł. Górka, M. Szulc, *Zarządcza interpretacja sprawozdania finansowego*, Difin, Warszawa 2010, s. 32; B. Nita, *Teoria uwarunkowań sytuacyjnych w rachunkowości zarządczej*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2013, t. 71, nr 127, s. 197–198; J. Turyna, *Rachunkowość finansowa*, wyd. 4, C.H. Beck, Warszawa 2014, s. 68; E. Walińska (red. nauk.), *Rachunkowość finansowa: ujęcie sprawozdawcze i ewidencyjne*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2014, s. 28–30.

Do głównych użytkowników sprawozdań finansowych, w myśl założeń koncepcyjnych MSSF, zalicza się trzy główne grupy interesariuszy – inwestorów (obecnych i potencjalnych), pożyczkodawców oraz wierzycieli. Jak słusznie zauważają Walińska i Gad, są to kluczowe podmioty dostarczające zasoby (kapitał) do przedsiębiorstw<sup>5</sup>. Nie można jednak bagatelizować roli menedżerów, na których barkach bez wątpienia spoczywa największy ciężar związany z podejmowaniem decyzji o charakterze ekonomiczno-finansowym. Należy zapewnić im rzetelne informacje niezbędne do wykonywania pracy. Podejmowanie decyzji przez menedżerów, a przy tym efektywna i skuteczna realizacja powierzonych im przez pracowników zadań nie są możliwe bez systemu generowania oraz zapewniania dostępu do wysokojakościowych informacji o wynikach finansowych jednostki.

W aktualnych uwarunkowaniach gospodarczych to właściciel kapitału jest głównym odbiorcą informacji prezentowanych w sprawozdaniu finansowym<sup>6</sup>. Stwierdzenie to nabiera szczególnego znaczenia w odniesieniu do spółek giełdowych, w których ważne miejsce zajmują obecni akcjonariusze i potencjalni inwestorzy lokujący w nich swoje kapitały, oczekujący pełnej oraz rzetelnej informacji o tym, w jaki sposób środki te zostały zainwestowane. Bazując na modelach powstałych w ramach teorii agencji, można wskazać, że inwestor (pryncypał) bądź agent (menedżer) dysponuje własną, określoną funkcją użyteczności w odniesieniu do informacji o rezultatach finansowych spółki i dąży do maksymalizacji tej użyteczności, co można zapisać jako<sup>7</sup>:

$$U_0[x - f(x, O, a)] \text{ dla pryncypała oraz}$$

$$U_1[f(x, O, a)] \text{ dla agenta}$$

gdzie:

U – funkcja użyteczności,

x – wyniki przedsiębiorstwa,

f – funkcja nagrody,

O – czynnik losowy,

a – wysiłek agenta włożony w wykonywanie zadań.

W powyższym układzie przewagą informacyjną dysponuje menedżer, jednakże informacje generowane ze spółki mają fundamentalne znaczenie dla inwestorów

5 E. Walińska, J. Gad, *Cele, podstawowe założenia oraz cechy jakościowe sprawozdań finansowych*, [w:] eadem i in., *Sprawozdanie finansowe według MSSF. Zasady prezentacji i ujawniania informacji*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011, s. 50–52.

6 Eadem, *Rachunkowość i sprawozdawczość finansowa w warunkach globalnego rynku*, [w:] eadem i in., *op. cit.*, s. 19.

7 M. Łada-Cieślak, *Budżetowanie w świetle teorii agencyjnej*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2000, nr 56, s. 124–125.

przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych w zakresie kupna czy sprzedaży akcji. Celem przepływu informacji do inwestorów powinno być zatem przekazywanie im informacji, mających służyć szacowaniu wartości spółki na rynku<sup>8</sup>. Decyzja o zakupie akcji spółki giełdowej na podstawie informacji finansowych jest zwykle poprzedzona ich wnikliwą analizą, z uwzględnieniem specyfiki danego przedsiębiorstwa.

Z informacji finansowych generowanych przez spółki publiczne, oprócz menedżerów, inwestorów czy analityków giełdowych, mogą korzystać niemal wszystkie grupy interesariuszy, w tym kontrahenci, dostawcy, odbiorcy, kredytodawcy, instytucje finansowe, rządowe, organizacje pożytku publicznego, opinia publiczna itp. Analiza tych danych służy bowiem do oceny nie tylko standingu finansowego, ale i wiarygodności kontrahenta, ryzyka kredytowego, biznesowego itd., co determinuje podjęcie przez tych interesariuszy odpowiednich decyzji.

Sprawozdanie finansowe spółki publicznej dostarcza informacji o sposobie gospodarowania jej majątkiem trwałym i obrotowym, pozyskiwaniu i wykorzystaniu źródeł finansowania, płynności finansowej, rentowności, strategii zarządzania kapitałem obrotowym czy źródłach generowania i wydatkowania środków pieniężnych<sup>9</sup>. Na ich podstawie zarówno kapitałodawcy, jak i inni użytkownicy są w stanie ocenić standing finansowy spółki, będący podstawą podejmowania bieżących i strategicznych decyzji. Kluczową rolę w tym względzie odgrywają kredytodawcy – banki, na które ustawodawca nakłada obowiązek weryfikacji zdolności kredytowej kredytobiorcy (spółki)<sup>10</sup>. By uzyskać informację na temat takiej zdolności, spółka zobligowana jest do przedłożenia wszelkich dokumentów i informacji niezbędnych do przeprowadzenia tzw. scoringu kredytowego. Podobnie kontrahenci biznesowi spółki, czyli dostawcy, odbiorcy, kooperanci czy nawet konkurenci, mają sposobność oceny jej wiarygodności, ostatecznie wiążącej się z jakością oferowanych produktów bądź usług, terminowością realizowanych dostaw, polityką cenową, regulowaniem płatności w terminie itd. Spółka publiczna prowadząca pełną księgowość i udostępniająca na bieżąco wszelkie raporty finansowe mimo to nie będzie w stanie rozwiązać wszystkich wątpliwości, aczkolwiek transparentność informacyjna zwiększa prawdopodobieństwo korzystnych porozumień między spółką a kontrahentami.

Określani mianem interesariuszy okołobiznesowych, zdaniem Artura Paździora zaliczają się do nich m.in. uczelnie, urzędy czy organizacje pożytku publicznego, także powinni zwracać uwagę na sprawozdania finansowe przedsiębiorstwa, z którym współpracują<sup>11</sup>. Z dokumentacji finansowej i innych elementów zawartych w raportach

8 M.B. Goodman, *Today's Corporate Communication Function*, [in:] S.M. Oliver (ed.), *Handbook of Corporate Communication and Public Relations*, Routledge, London–New York 2004, s. 213.

9 J. Pfaff, Z. Messner (red. nauk.), *Rachunkowość finansowa z uwzględnieniem MSSF*, wyd. 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011, s. 22.

10 Por. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe, Dz.U. Nr 140, poz. 939, z późn. zm., art. 70.

11 A. Paździor, *Wykorzystanie sprawozdawczości finansowej w obrocie gospodarczym i decyzjach inwestycyjnych na rynku kapitałowym*, [w:] H. Żukowska, M. Zuba-Ciszewska, P. Bolibok,



okresowych mogą oni uzyskiwać informacje nie tylko o kondycji finansowej podmiotów gospodarczych, ale również odnoszące się do polityki zatrudnienia czy realizacji zasad społecznej odpowiedzialności, dbałości o środowisko naturalne bądź odpowiednie relacje z pracownikami, partycypowania w przedsięwzięciach wspierających lokalne szkoły i uczelnie, działalności charytatywnej oraz wielu innych obszarów mogących stanowić przesłankę do podjęcia konstruktywnej współpracy.

Mimo że ujmowanie w raportach finansowych spółek publicznych informacje stanowią dla różnych grup interesariuszy źródło wiedzy o działalności tych jednostek, interes akcjonariuszy jest nadrzędny. Zagadnienie komunikacji z tymi inwestorami na tle potrzeb informacyjnych pozostałych interesariuszy jest więc najważniejsze. Lokujący w spółce swoje kapitały akcjonariusze oczekują pełnej i rzetelnej informacji o sposobie oraz ekonomiczno-finansowym uzasadnieniu inwestowania środków. Ta grupa interesariuszy ponosi największe ryzyko związane z działalnością i rozwojem spółki, powinna zatem dostawać dane pełne, obiektywne, na czas i w określonej formie<sup>12</sup>. Janusz Samelak zauważa, że obecny model sprawozdawczy według MSSF przekształca się ze sprawozdania finansowego ogólnego przeznaczenia w sprawozdanie w coraz większym stopniu dostosowane do potrzeb informacyjnych jednej grupy odbiorców – inwestorów rynków kapitałowych, kosztem pozostałych grup<sup>13</sup>. Istnieje jednak względna trudność w opracowaniu sprawozdania zaspokajającego kompletny wykaz potrzeb informacyjnych wszystkich odbiorców informacji finansowych podejmujących różnorodne decyzje ekonomiczne. Sposób i forma prezentacji informacji zamieszczanych w sprawozdaniu finansowym są ściśle określone przez przepisy prawne, natomiast zagregowana i zestandaryzowana struktura sprawozdania finansowego, jak trafnie zauważa Janusz Ostaszewski, pozwala spojrzeć na przedsiębiorstwo przez trzy soczewki: majątkową, ekonomiczną i finansową<sup>14</sup>. Integracja tych trzech rodzajów pryzmatów stwarza możliwość postrzegania jednostki w różnych łańcuchach powiązań biznesowych, w zależności od istniejących potrzeb informacyjnych.

---

*Sprawozdawczość finansowa w systemie wymiany informacji i bezpieczeństwa obrotu gospodarczego*, Wydawnictwo KUL, Lublin 2016, s. 259–260.

12 G. Świdorska, W. Więctaw (red.), *Sprawozdanie finansowe według polskich i międzynarodowych standardów rachunkowości*, wyd. 2, Difin, Warszawa 2012, s. 52–55.

13 J. Samelak, *Czy nowy model sprawozdania finansowego według MSSF jest sprawozdaniem ogólnego przeznaczenia?*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu” 2011, nr 174, s. 142–143.

14 J. Ostaszewski (red. nauk.), *Finanse*, wyd. 6 zm., Difin, Warszawa 2013, s. 237.

## 5.2. Cel i metodyka badania

Celem badania było zidentyfikowanie profilu i preferencji inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych, a także analityków giełdowych w zakresie wykorzystywania informacji w sprawozdaniach finansowych dla potrzeb podejmowania decyzji inwestycyjnych, ze szczególnym uwzględnieniem kategorii wyniku całkowitego<sup>15</sup>. Ze względu na dostrzegane od dawna różnice między odmiennymi grupami użytkowników sprawozdań finansowych na rynku finansowym w zakresie ich potrzeb informacyjnych, a także źródeł wykorzystywanych informacji finansowych<sup>16</sup>, zdecydowano się poddać badaniu zarówno analityków giełdowych, jak też dwie grupy inwestorów – indywidualnych i instytucjonalnych. Wiele analiz z zakresu wykorzystania sprawozdawczości finansowej w procesach decyzyjnych inwestorów poświęcono wyłącznie inwestorom instytucjonalnym<sup>17</sup>. Dzięki przyjętemu trychomicznemu podejściu materiał uzyskany w badaniu uwzględnia punkt widzenia szerszego grona użytkowników sprawozdań finansowych.

W literaturze przedmiotu pojawiają się różne sposoby definiowania inwestorów, szczególnie instytucjonalnych. Jak zauważa Danuta Dziawgo, pod pojęciem inwestora indywidualnego można ogólnie rozumieć osoby fizyczne inwestujące swoje oszczędności w różne aktywa<sup>18</sup>. W badaniu zdefiniowano tę grupę jako osoby fizyczne angażujące własne środki finansowe w przedsięwzięcia inwestycyjne, ale niezajmujące się zawodowo (na zlecenie) działalnością inwestycyjną. Do inwestorów instytucjonalnych natomiast część autorów zalicza wyłącznie fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne i firmy ubezpieczeniowe<sup>19</sup>, niektórzy dodatkowo banki<sup>20</sup>, a także inne instytucje finansowe, a nawet przedsiębiorstwa<sup>21</sup>. Można zatem ogólnie przyjąć, że do grupy inwestorów instytucjonalnych należą podmioty dokonujące operacji na rynku kapitałowym niezaliczane do grupy inwestorów indywidualnych. Takie ujęcie prezentowane jest także przez warszaw-

15 Zostało ono zrealizowane w ramach projektu badawczego „Atrybuty i przypadłości kategorii wyniku całkowitego dla beneficjentów sprawozdań finansowych”, subsydiowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki (DEC-2018/02/XHS4/02420).

16 H.K. Baker, J.A. Haslem, *Information Needs of Individual Investors*, „The Journal of Accountancy” 1973, November.

17 A. Lawrence, *Individual Investors and Financial Disclosure*, „Journal of Accounting and Economics” 2013, vol. 56, no. 1.

18 D. Dziawgo, *Stowarzyszenia indywidualnych inwestorów i kluby inwestycyjne na rynku papierów wartościowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2004, s. 46.

19 A. Adamska, P. Urbanek, *Fundusze inwestycyjne w nadzorze korporacyjnym w polskich spółkach publicznych*, „Gospodarka Narodowa” 2014, R. 25, nr 2.

20 W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, wyd. 6 zm., Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2014, s. 550.

21 D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie: ewolucja, funkcjonowanie, wyzwania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011, s. 41.

ską GPW, która wyodrębnia trzy grupy inwestorów biorących udział w obrocie instrumentami finansowymi: krajowych i zagranicznych instytucjonalnych oraz indywidualnych. Przyjmując za Andrzejem Sławińskim, mianem inwestorów instytucjonalnych określa się instytucje dokonujące długoterminowych inwestycji na rynku kapitałowym<sup>22</sup>. Są to zatem podmioty gospodarcze inwestujące na rynku, których wspólną cechą jest w większym stopniu profesjonalne niż w wypadku inwestorów indywidualnych zarządzanie kapitałem i dysponowanie większymi zasobami kapitałowymi, własnymi lub powierzonymi. Na potrzeby badania za inwestora instytucjonalnego uznano osobę prawną inwestującą środki finansowe na rynku kapitałowym, mogącą zajmować się zawodowo działalnością inwestycyjną, jednakże niereprezentującą biura maklerskiego. Wyłączenie działalności maklerskiej wynikało z faktu, że badaniem objęto także grupę analityków giełdowych, przynależnych według Międzynarodowej Klasyfikacji Standardów Edukacyjnych (International Standard Classification of Education, ISCED) do grupy specjalistów i analityków finansowych przygotowujących analizy i rekomendacje dla potrzeb procesu podejmowania decyzji inwestycyjnych<sup>23</sup>. W tym badaniu przyjęto uważać za analityka giełdowego osobę fizyczną pracującą na zlecenie domu maklerskiego w Polsce (analityk typu sell side).

W analizach jakościowych jako metodę badawczą zastosowano ankietę opracowaną przez autora pracy. W kwestionariuszu (zał. 4) znalazło się 26 pytań o charakterze zamkniętym podzielonych na cztery części:

- 1) informacje o profilu inwestycyjnym respondentów;
- 2) preferencje respondentów w zakresie raportów finansowych;
- 3) analiza przydatności wyniku całkowitego w podejmowaniu decyzji przez respondentów;
- 4) informacje o płci, wieku oraz stanie wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego respondentów.

Badanie ankietowe z użyciem jednolitej wersji kwestionariusza skierowanego do wszystkich trzech grup respondentów przeprowadzono w wykorzystaniem czterech możliwych metod zbierania danych:

- 1) CAWI (*computer assisted web interview*) – wspomagany komputerowo wywiad kwestionariuszowy przeprowadzany za pośrednictwem strony www;
- 2) PAPI (*paper and pencil personal interview*) – bezpośredni wywiad z wykorzystaniem papierowej wersji kwestionariusza;
- 3) CATI (*computer assisted telephone interviewing*) – indywidualny wywiad telefoniczny wspomagany komputerowo;

22 A. Sławiński, *Rola inwestorów instytucjonalnych, banków i funduszy arbitrażowych w rozwoju globalnego rynku finansowego*, „Zeszyty Naukowe. Szkoła Główna Handlowa w Warszawie. Kolegium Gospodarki Światowej” 2007, nr 21.

23 Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej, Centrum Rozwoju Zasobów Ludzkich, *Analityk giełdowy (241301)*, MPiPS, CRZL, Warszawa 2013.

- 4) CAPI (*computer assisted personal interview*) – czyli metoda konwencjonalnej ankiety papierowej (PAPI) z komputerową weryfikacją wprowadzanych danych<sup>24</sup>.

Zastosowanie triangulacji metodologicznej, której istotą jest wykorzystanie kilku metod zbierania danych w celu zminimalizowania stopnia wpływu specyficzności każdej z nich z osobna<sup>25</sup>, pozwoliło, przynajmniej częściowo, zniwelować braki w dokładności wynikające ze stosowania wyłącznie jednej metody i osiągnąć znacznie wyższą trafność uzyskanych danych.

Wszystkie z badań ankietowych zostały przeprowadzone przez firmę Grupa BST<sup>26</sup> w okresie 16 września–30 listopada 2019 roku.

### 5.3. Charakterystyka wielkości i struktury próby badawczej

Dobór respondentów do badania zakładał co najmniej tyłu ankietowanych, ilu było wymaganych do uzyskania oczekiwanego poziomu realizacji, czyli liczby wypełnionych kwestionariuszy ankiety w każdej grupie – odpowiednio 100 sztuk dla inwestorów indywidualnych, 100 sztuk dla inwestorów instytucjonalnych i 50 sztuk dla analityków giełdowych. Była to próba dostępnościowa i celowa<sup>27</sup>, w której dobór respondentów jest zawsze podporządkowany przedmiotowi badania. Dzięki temu podejściu uzyskuje się takiego rodzaju ankietowanych, którzy ze względu na swój zasób wiedzy i doświadczenie, w tym wypadku inwestycyjne, są w stanie udzielić informacji niezbędnych do znalezienia odpowiedzi na postawione pytania badaw-

24 Metodę CAWI zastosowano w odniesieniu do inwestorów (indywidualnych i instytucjonalnych), zaś pozostałe do analityków giełdowych.

25 Por. S. Stańczyk, *Triangulacja – łączenie metod badawczych i urzeczelnienie badań*, [w:] W. Czakon (red.), *Podstawy metodologii badań w naukach o zarządzaniu*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011; K.T. Konecki, *Studia z metodologii badań jakościowych. Teoria ugruntowana*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 85–95.

26 Grupa BST Sp. z o.o., ul. Mieczyków 12, 40–748 Katowice, NIP 9542752356, REGON 360394572, KRS 0000536539.

27 Próba dostępnościowa, inaczej okolicznościowa, oznacza grupę respondentów dostępną do badania w danym momencie, nieodzwierciedlającą w pełni struktury zbiorowości generalnej, ale dającą wyobrażenie o opinii jej wybranej części. Próba celowa, inaczej arbitralna (ekspercka), oznacza z kolei grupę respondentów dobraną zgodnie z intuicją i doświadczeniem badacza tak, by była reprezentatywna dla danej populacji. Por. E. Babbie, *Podstawy badań społecznych*, tłum. W. Betkiewicz i in., Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 205; D. Maison, *Zogniskowane wywiady grupowe. Jakościowa metoda badań marketingowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000; C. Frankfort-Nachmias, D. Nachmias, *Metody badawcze w naukach społecznych*, tłum. E. Hornowska, Zysk i S-ka, Poznań 2001, s. 198.

cze. Wyników uzyskanych dzięki wywiadam prowadzonym na docelowej próbie nie można jednak uogólniać na całą badaną populację (wszystkich beneficjentów sprawozdań finansowych), jak również nie mogą one posłużyć do poszerzonego wnioskowania statystycznego.

Do grona 100 inwestorów indywidualnych zaliczono w głównej mierze osoby fizyczne będące członkami Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych bądź innych organizacji zrzeszających tę grupę, zaś docelową zbiorowość 100 inwestorów instytucjonalnych stanowili w szczególności członkowie zarządu, menedżerowie finansowi, analitycy finansowi i pracownicy działów finansowych instytucji. W skład zespołu 50 analityków giełdowych wchodził z kolei pracownicy domów maklerskich w Polsce zatrudnieni na umowę o pracę lub umowę zlecenie, doradzający klientom (mający licencję doradcy inwestycyjnego) i/lub sporządzający rekomendacje w zakresie inwestycji (mający licencję maklera giełdowego), przy założeniu, że z jednego takiego domu maklerskiego można włączyć do badania maksymalnie troje analityków.

Dobrana w sposób celowy próba badawcza respondentów cechowała się zróżnicowaniem co do wieku i płci. Wśród analityków giełdowych dominowali mężczyźni (64% próby), odwrotnie niż w wypadku inwestorów instytucjonalnych, wśród których 64% stanowiły kobiety. Rozkład inwestorów indywidualnych pod względem płci cechował się większą proporcjonalnością (zob. tab. 5.2).

**Tabela 5.2.** Struktura próby badawczej pod względem płci i wieku

Wyszczególnienie	Ogółem	Inwestorzy indywidualni	Inwestorzy instytucjonalni	Analitycy giełdowi
liczba wywiadów	250	100	100	50
Płeć				
mężczyzna	119	51	36	32
kobieta	131	49	64	18
Wiek w latach				
18–25	1	0	0	1
26–35	48	15	25	8
36–45	131	48	57	26
46–55	55	28	12	15
56–65	13	8	5	0
ponad 65	2	1	1	0

**Źródło:** opracowanie własne.

Badani respondenci to w głównej mierze osoby w wieku 36–45 lat. Udział tej grupy osób w całej badanej populacji wyniósł odpowiednio: 52% spośród analityków giełdowych, 57% spośród inwestorów instytucjonalnych i 48% spośród inwestorów indywidualnych. Liczną zbiorowość stanowiły także osoby w wieku 26–35 lat oraz 46–55 lat, odpowiednio dla próby inwestorów indywidualnych – 15% i 28%, dla inwestorów instytucjonalnych – 25% i 12% oraz analityków giełdowych – 16% i 30%. Łącznie w grupie wiekowej 56–65 lat znalazło się 13 respondentów, mniej niż 25 lat miał jeden analityk giełdowy, zaś powyżej 65 roku życia miały dwie osoby.

Populacja grona ankietowanych płci męskiej obejmowała przede wszystkim osoby w wieku 36–45 lat (zob. tab. 5.3). Do grupy tej należało 45,1% wszystkich mężczyzn spośród inwestorów indywidualnych, 46,9% spośród analityków giełdowych i dokładnie połowa inwestorów instytucjonalnych.

**Tabela 5.3.** Porównanie rozkładu badanej populacji według wieku i płci

Wyszczególnienie		Wiek w latach						Razem
		18–25	26–35	36–45	46–55	56–65	ponad 65	
Mężczyźni								
inwestorzy indywidualni	liczba	0	7	23	15	5	1	51
	odsetek w %	0,0	13,7	45,1	29,4	9,8	2,0	100,0
inwestorzy instytucjonalni	liczba	0	8	18	7	2	1	36
	odsetek w %	0,0	22,2	50,0	19,4	5,6	2,8	100,0
analitycy giełdowi	liczba	0	3	15	14	0	0	32
	odsetek w %	0,0	9,4	46,9	43,7	0,0	0,0	100,0
Kobiety								
inwestorzy indywidualni	liczba	0	8	25	13	3	0	49
	odsetek w %	0,0	16,4	51,0	26,5	6,1	0,0	100,0
inwestorzy instytucjonalni	liczba	0	17	39	5	3	0	64
	odsetek w %	0,0	26,6	60,9	7,8	4,7	0,0	100,0
analitycy giełdowi	liczba	1	5	11	1	0	0	18
	odsetek w %	5,5	27,8	61,1	5,6	0,0	0,0	100,0

**Źródło:** opracowanie własne.

W grupie kobiet także przeważały osoby z tego przedziału wiekowego – odpowiednio było ich 51% spośród inwestorów indywidualnych, 60,9% spośród inwestorów instytucjonalnych i 61,1% spośród analityków giełdowych. Warto dodać, że próba badawcza w podziale na mężczyzn i kobiety była dość zróżnicowana, gdyż zbiorowość mężczyzn w wieku powyżej 45 lat obejmowała łącznie 45 osób, z czego najwięcej było ich wśród inwestorów indywidualnych (41,2%) i analityków giełdowych (43,8%), a grupa kobiet w tym wieku objęła jedynie 25 respondentek, z czego najwięcej było ich w gronie inwestorów indywidualnych, a najmniej wśród analityków giełdowych (5,6%). Młodszymi respondentami (do 35 roku życia) były głównie kobiety w roli analityków giełdowych (33,3%) bądź inwestorów instytucjonalnych (26,6%), zaś do męskiego grona respondentów w tym wieku zaliczono głównie tych drugich (22,2%).

Za ważniejszy należy uznać jednak podział ankietowanych ze względu na ich doświadczenie inwestycyjne mierzone zarówno liczbą lat inwestowania, jak również oceną własnego stanu wiedzy i doświadczenia w tym względzie. Przyjmując za Dziawgo, można uznać, że przedział dwóch lat to wstępny okres gromadzenia wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego, a osoby inwestujące od trzech do dziesięciu lat są już doświadczonymi inwestorami, zaś dokonujące inwestycji powyżej dziesięciu lat z pewnością mogą być uznane za swego rodzaju weteranów<sup>28</sup>.

**Tabela 5.4.** Struktura próby badawczej ze względu na doświadczenie inwestycyjne

Wyszczególnienie	Ogółem	Inwestorzy indywidualni	Inwestorzy instytucjonalni	Analitycy giełdowi
liczba wywiadów	250	100	100	50
Doświadczenie inwestycyjne w latach				
mniej niż 2	16	5	8	3
3–5	53	19	22	12
6–10	111	43	44	24
11–15	39	17	17	5
ponad 15	31	16	9	6
Stan wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego				
ponadprzeciętny	2	1	0	1
bardzo dobry	89	29	40	20
dobry	109	41	45	23
przeciętny	48	28	14	6
znikomy/żaden	2	1	1	0

**Źródło:** opracowanie własne.

<sup>28</sup> D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie w Polsce w opinii indywidualnych inwestorów*, 2010, [http://www.sii.org.pl/static/img/003203/Danuta\\_Dziawgo\\_Relacje\\_Inwestorskie\\_Akcjonariusz\\_1\\_2010.pdf](http://www.sii.org.pl/static/img/003203/Danuta_Dziawgo_Relacje_Inwestorskie_Akcjonariusz_1_2010.pdf) (dostęp: 12.12.2019), s. 1–10.

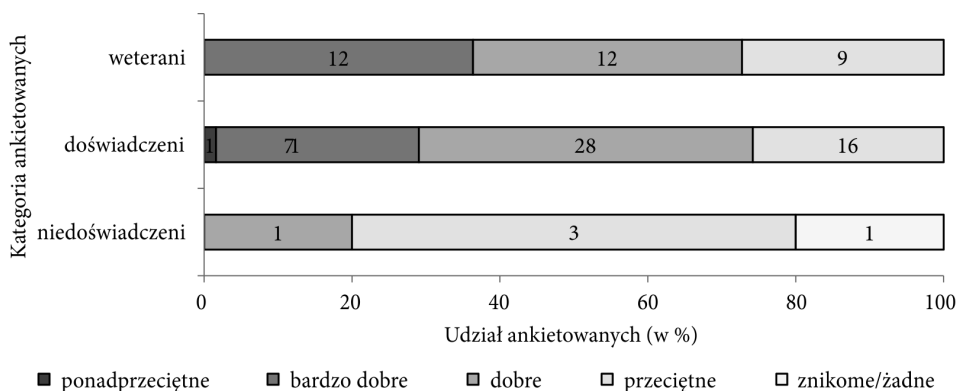
Doświadczenie inwestycyjne w przedziale 6–10 lat cechowało największą liczbę ankietowanych w każdej z trzech grup, w tym 48% analityków, 43% inwestorów indywidualnych i 44% inwestorów instytucjonalnych (zob. tab. 5.4). Najmniejszą zaś liczbę respondentów charakteryzowało wstępne doświadczenie inwestycyjne – odpowiednio 6%, 5% i 8%. Warto zauważyć, że łącznie grupa inwestorów doświadczonych i weteranów, czyli inwestujących od ponad trzech lat, stanowiła 94% badanych. Najwięcej takich wskazań odnotowano w gronie inwestorów indywidualnych (95%), następnie analityków giełdowych (94%) i inwestorów instytucjonalnych (92%). W grupie samych weteranów, czyli osób deklarujących ponad dziesięcioletnie doświadczenie inwestycyjne, znalazło się 33% zbiorowości inwestorów indywidualnych, 26% inwestorów instytucjonalnych i 22% analityków giełdowych.

Respondenci w większości wypadków ocenili swój stan wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego jako dobry bądź bardzo dobry. Tego typu deklaracje w ogólnej liczbie ankietowanych odnotowano łącznie w 79,2% wskazań, spośród których 43,6% dotyczyło odpowiedzi „dobry”, zaś 35,6% „bardzo dobry”. Między ocenami analityków giełdowych i inwestorów instytucjonalnych w tym zakresie nie obserwuje się wyraźnych różnic, stwierdzono bowiem dokładnie taki sam odsetek respondentów (40%) określających swoje doświadczenie jako bardzo dobre, natomiast dobre oraz przeciętne oceny wskazało odpowiednio 45% i 14% inwestorów instytucjonalnych oraz 46% i 12% analityków giełdowych. Trochę gorzej swój stan wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego ocenili inwestorzy indywidualni, spośród których tylko 29% wybrało opcję „bardzo dobry”, a 28% „przeciętny”. Ze wszystkich badanych jedynie dwóch inwestorów (jeden indywidualny i jeden instytucjonalny) przyznało się do znikomego bądź zerowego stanu wiedzy na temat inwestowania i doświadczenia w tym obszarze. Osoby te podały, że dokonują inwestycji na rynku najkrócej, czyli mniej niż dwa lata.

Łącząc ocenę stanu wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego z liczbą lat inwestowania, należy zauważyć, że niedoświadczeni inwestorzy indywidualni, czyli dysponujący maksymalnie dwuletnią praktyką inwestycyjną, ocenili swój stan wiedzy i doświadczenia jako raczej przeciętny lub znikomy, a jedna z osób wskazała, że jej doświadczenie inwestycyjne można ocenić jako dobre (zob. rys. 5.2). Doświadczeni inwestorzy indywidualni, czyli inwestujący trzy do dziesięciu lat, zadeklarowali głównie dobry i bardzo dobry poziom świadomości inwestycyjnej, ale 16 respondentów określiło go jako przeciętny. Podobne wskazania odnotowano w gronie inwestorów indywidualnych określanych jako weterani, czyli osoby inwestujące od co najmniej dziesięciu lat, jednakże z przewagą ocen „dobry” i „bardzo dobry”.

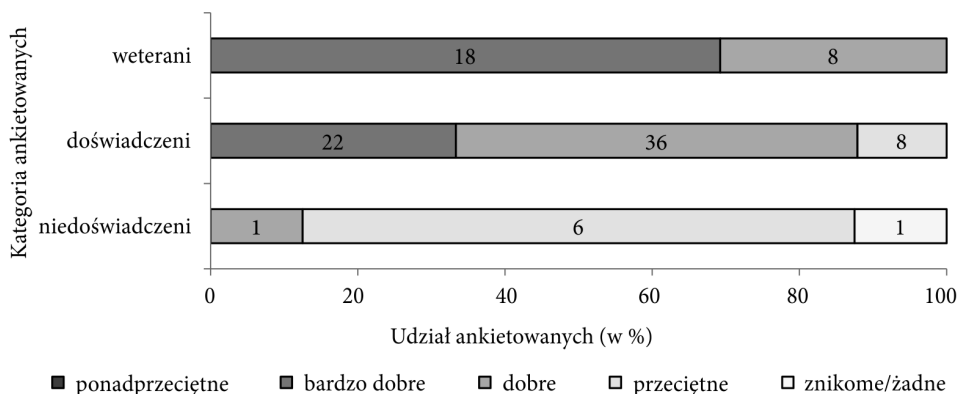
Doświadczeni inwestorzy instytucjonalni opisali swój stan wiedzy i doświadczenia w trzech kategoriach: dobry, bardzo dobry lub w kilku wypadkach przeciętny, w przeciwieństwie do weteranów, którzy wskazali wyłącznie na dwie pierwsze (zob. rys. 5.3).





**Rysunek 5.2.** Doświadczenie inwestycyjne inwestorów indywidualnych w ich ocenie

**Źródło:** opracowanie własne.



**Rysunek 5.3.** Doświadczenie inwestycyjne inwestorów instytucjonalnych w ich ocenie

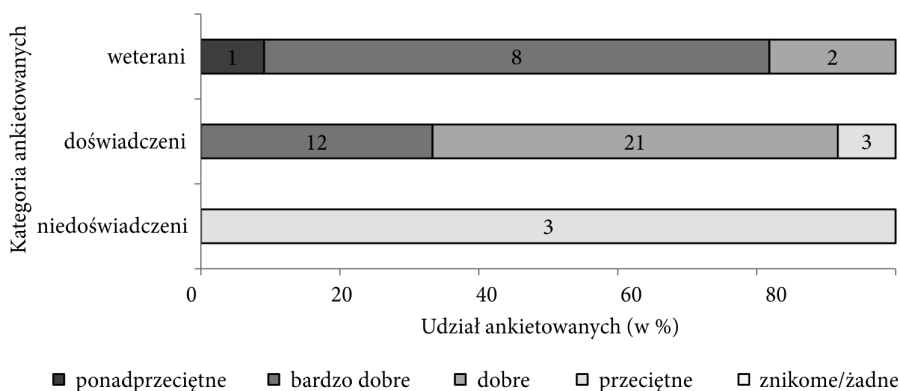
**Źródło:** opracowanie własne.

Niemal analogiczne deklaracje stwierdzono w grupie analityków giełdowych, wśród których niedoświadczeni deklarowali przeciętny poziom wiedzy i praktyki inwestycyjnej, ale doświadczeni i weterani oceniali go znacznie wyżej (zob. rys. 5.4). Zaskakujący może być fakt, że w grupie doświadczonych analityków giełdowych znalazły się trzy osoby, które oceniły swoje doświadczenie inwestycyjne jako przeciętne.

Zestawiając uzyskane wyniki z prezentowanymi wcześniej rezultatami badań odnoszących się do różnych grup inwestorów, należy wskazać, że w każdym wypadku dominowali mężczyźni. Na przykład w dwóch badaniach przeprowadzonych wśród inwestorów indywidualnych przez Dziawgo mężczyźni stanowili odpowiednio 74% i 83% wszystkich ankietowanych<sup>29</sup>. Podobne rezultaty prezentowane są w corocznym Ogólnopolskim Badaniu Inwestorów (OBI) przeprowadzanym

<sup>29</sup> *Ibidem*.

przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych (SSI). W 2019 roku odsetek uczestniczących w nim mężczyzn wynosił bowiem 90,8%, a rok wcześniej 85,8%<sup>30</sup>. Z analiz przeprowadzanych na próbie inwestorów instytucjonalnych, z których ponad dwie trzecie wykonywało zawód analityka domu maklerskiego, wynika również, że zdecydowaną większość badanych stanowili mężczyźni (75%)<sup>31</sup>. Otrzymane wyniki analiz różnią się od wcześniej prezentowanych, szczególnie w odniesieniu do inwestorów instytucjonalnych, wśród których większość stanowiły kobiety (64% badanych).



**Rysunek 5.4.** Doświadczenie inwestycyjne analityków giełdowych w ich ocenie  
**Źródło:** opracowanie własne.

Mając na względzie wiek respondentów, najliczniej reprezentowane w poprzednich badaniach grupy stanowiły osoby w wieku 21–40 lat (69% inwestorów indywidualnych w pierwszym i 72% w drugim badaniu Dziawgo)<sup>32</sup>, bądź 26–39 lat (80% inwestorów instytucjonalnych analizowanych przez Joannę Dmitruk)<sup>33</sup>. Według przeprowadzonego przez SSI w latach 2018 i 2019 badania inwestor indywidualny ma natomiast średnio 41–42 lata<sup>34</sup>, co jest zbliżone z uzyskanymi przez autora wynikami analiz, w których zasadniczą grupę respondentów stanowiły osoby w wieku 36–45 lat.

Jak wynika z przeprowadzonych przez Jarosława Pawłowskiego czy Dziawgo badań dotyczących inwestorów indywidualnych, doświadczenie inwestycyjne tego grona interesariuszy przedsiębiorstwa, mierzone liczbą lat inwestowania na rynku

30 Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, *Ogólnopolskie Badanie Inwestorów – OBI 2019*, 2019, <https://www.sii.org.pl/865/edukacja/badania-i-rankingi.html#ak865> (dostęp: 12.12.2019).

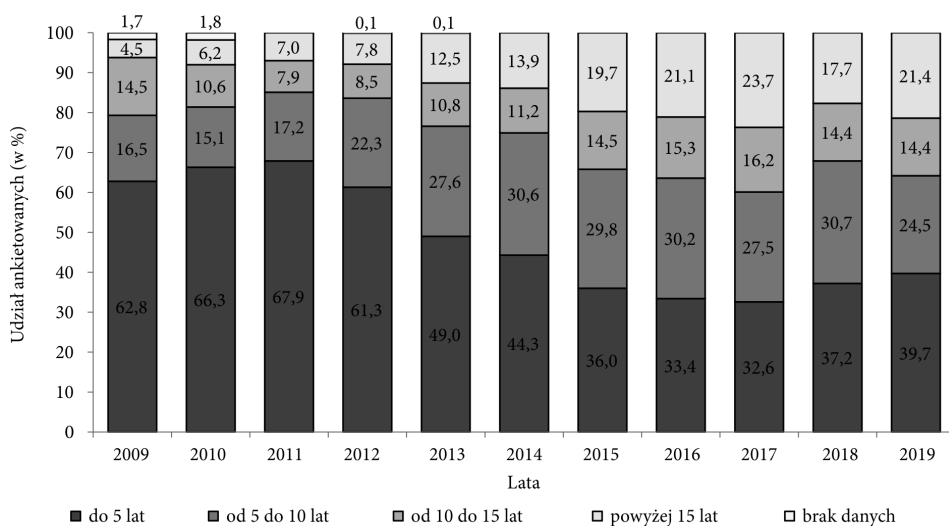
31 J. Dmitruk, *Relacje inwestorskie spółek notowanych na GPW w Warszawie w ocenie inwestorów instytucjonalnych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2012, nr 51.

32 D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie w Polsce...*

33 J. Dmitruk, *op. cit.*

34 Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, *op. cit.*

kapitałowym, mieści się najczęściej w przedziale od trzech do dziesięciu lat (doświadczeni inwestorzy), a w drugiej kolejności powyżej dziesięciu lat (weterani)<sup>35</sup>. Łącznie stanowili oni 51%, 66%, a nawet 75% badanej zbiorowości. Kolejne edycje OBI dowodzą, że inwestorzy to osoby dokonujące inwestycji na rynku średnio od ośmiu lat, więc dominującą grupą są tu także doświadczeni i weterani, choć jeszcze dziesięć lat temu takiej sytuacji nie zaobserwowano (zob. rys. 5.5). Podobne obserwacje odnotowano na próbie inwestorów instytucjonalnych, głównie analityków maklerskich, spośród których 70% odznaczało się ponadtrzyletnim doświadczeniem zawodowym<sup>36</sup>.



**Rysunek 5.5.** Ocena doświadczenia inwestycyjnego respondentów w ramach Ogólnopolskiego Badania Inwestorów w latach 2009–2019

**Źródło:** opracowanie własne za: Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, *Ogólnopolskie Badanie Inwestorów – OBI 2019*, 2019, <https://www.sii.org.pl/865/edukacja/badania-i-rankingi.html#ak865> (dostęp: 12.12.2019).

Podsumowując, można stwierdzić, że uzyskane przez autora tej pracy wyniki analiz korespondują z wcześniejszymi rezultatami prezentowanymi przez przywoływanych wyżej autorów. Uczestniczący w przeprowadzonym przez niego badaniu respondenci mają spore doświadczenie w zakresie inwestowania i relatywnie wysoko oceniają swój stan wiedzy oraz praktyki w tym obszarze. Przypuszczalnie może to mieć związek z ich wiekiem (głównie 36–45 lat) i charakterem analizy. Mimo

35 J. Pawłowski, *Znaczenie sprawozdawczości finansowej w opinii inwestorów indywidualnych*, [w:] M. Cieślak, M. Ciołek, M. Kowalewski (red.), *Współczesne problemy w nauce, dydaktyce i praktyce rachunkowości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Wrocław 2018.

36 J. Dmitruk, *op. cit.*

to można wysnuć wniosek, że dzięki takiej strukturze próby badawczej ankietowani potencjalnie w większym stopniu profesjonalnie mogli wypowiadać się na temat raportów finansowych i przydatności wyniku całkowitego dla podejmownych przez nich decyzji inwestycyjnych.

## 5.4. Badanie profilu inwestycyjnego respondentów

Na potrzeby oceny profilu inwestycyjnego beneficjentów sprawozdań finansowych sformułowano w kwestionariuszu ankiety sześć skierowanych do respondentów pytań o charakterze zamkniętym:

- 1) Które czynniki według Pani/Pana opinii są kluczowe w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych?
- 2) Z jakich narzędzi korzysta Pani/Pan najczęściej, podejmując decyzje inwestycyjne?
- 3) Czy przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych bierze Pani/Pan pod uwagę wielkość wskaźników giełdowych spółek?
- 4) Które wskaźniki giełdowe uważa Pani/Pan za kluczowe w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych?
- 5) Czy przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych bierze Pani/Pan pod uwagę wielkość wskaźników finansowych spółek?
- 6) Które wskaźniki finansowe uważa Pani/Pan za kluczowe w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych?

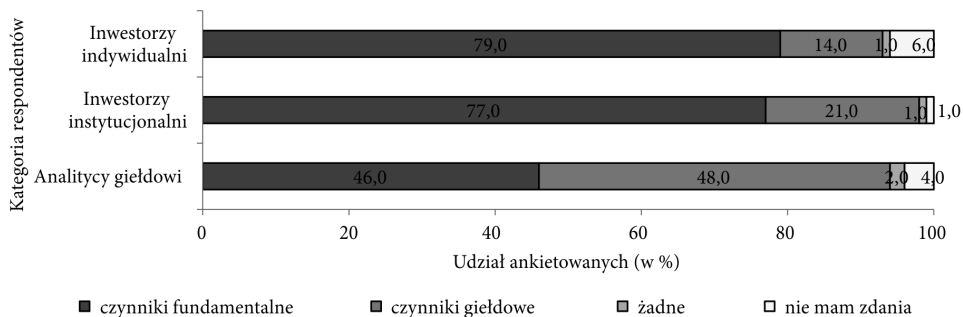
Głównym celem, dla którego sformułowano te pytania badawcze była chęć zweryfikowania, czy odbiorcy sprawozdań finansowych stosują konkretne metody analizy i wskaźniki im towarzyszące służące podejmowaniu określonych decyzji inwestycyjnych. Wśród metod analizowania zjawisk i procesów zachodzących na rynku giełdowym wymienić można analizy: fundamentalną, techniczną oraz portfelową, służące różnym celom<sup>37</sup>. W analizie portfelowej stosuje się metody ilościowe w celu zbudowania takiego portfela papierów wartościowych, dzięki któremu – przy danym poziomie ryzyka – będzie można osiągnąć maksymalną stopę zwrotu. Szczególnie ważny jest jednak przeciwstawny pogląd zwolenników analiz technicznej i fundamentalnej. Entuzjaści pierwszej z nich wskazują, że tylko zdarzenia giełdowe bądź trendy i wskaźniki z nimi związane informują o kluczowych zmianach na rynku. Zwolennicy analizy fundamentalnej są zaś zgodni, że sytuacja na rynku związana jest nie tylko z giełdą, ale także z ogólną sytuacją ekonomiczno-finansową spółki, prezentowaną m.in. w sprawozdaniach finansowych i jej otoczeniu<sup>38</sup>. W literaturze

37 A. Pieloch-Babiarz, A. Sajnog, *Podstawy analizy fundamentalnej. Podejście strategiczne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016, s. 16–17.

38 E. Ostrowska, *Rynek kapitałowy. Funkcjonowanie i metody oceny*, PWE, Warszawa 2007, s. 117.

przedmiotu prezentowany jest pogląd, że ceny dokładnie odzwierciedlają fundamentalne informacje o instrumencie finansowym<sup>39</sup>, ponadto wskazują na ich rzeczywistą wartość<sup>40</sup>.

Jak wynika z danych zobrazowanych na rysunku 5.6, największa liczba ankietowanych inwestorów stwierdziła, że w swoich decyzjach inwestycyjnych bierze pod uwagę czynniki fundamentalne, określone w ankiecie jako decydujące o sytuacji ekonomiczno-finansowej spółki i możliwościach jej rozwoju. Odsetek inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych udzielających takich odpowiedzi wyniósł odpowiednio 79% i 70%. Natomiast czynniki giełdowe, określone jako dotyczące sytuacji na rynku papierów wartościowych, stanowiły częściej podstawę decyzji inwestycyjnych analityków giełdowych. Opinia taka została wyrażona u 48% respondentów. Łącznie 4% ankietowanych nie wskazało na żadne determinanty decyzji inwestycyjnych, zaś 11% badanych nie miało zdania na ten temat.



**Rysunek 5.6.** Determinanty decyzji inwestycyjnych respondentów

**Źródło:** opracowanie własne.

Wyniki badań zamieszczone w tabeli 5.5 wskazują, że znaczny odsetek we wszystkich badanych grupach respondentów dokonywał inwestycji, wykorzystując zarówno analizę fundamentalną, jak i techniczną. Przydatność tych dwóch rodzajów analiz potwierdziło 66% obu grup inwestorów i 78% analityków giełdowych.

Mimo wszystko większym zainteresowaniem cieszyła się analiza fundamentalna, którą jako jedyną wykorzystywało łącznie 16,5% ankietowanych. Zwolenników wyłącznego wykorzystania analizy technicznej było jedynie dwadzieścioro spośród 250 badanych osób. Łącznie 16 osób nie wskazało żadnych narzędzi lub nie wyraziło opinii na ten temat, zaś dwie wskazały na innego rodzaju źródła decyzji inwestycyjnych, odwołując się do „makroekonomii” oraz „sytuacji politycznej i doradców finansowych”.

39 E.F. Fama, *Efficient Capital Markets: II*, „Journal of Finance” 1991, vol. 46, no. 5.

40 W.F. Sharpe, *Investments*, Prentice Hall, London 1995, s. 105–107.

**Tabela 5.5.** Narzędzia wykorzystywane przez respondentów przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych

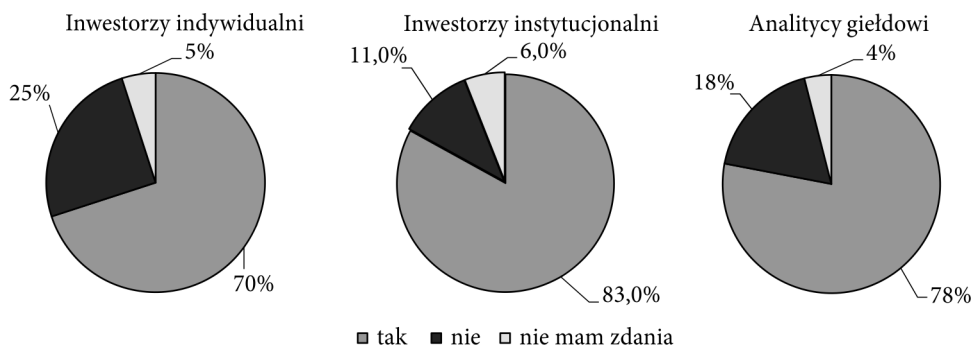
Wyszczególnienie	Inwestorzy indywidualni	Inwestorzy instytucjonalni	Analitycy giełdowi
liczba respondentów	100	100	50
Rodzaj narzędzi			
wyłącznie analiza fundamentalna	19	17	5
wyłącznie analiza techniczna	3	12	5
analizy fundamentalna i techniczna	66	66	39
inne	1	1	0
żadne	6	1	0
brak zdania	5	3	1

**Źródło:** opracowanie własne.

Zestawiając uzyskane wyniki badań dotyczących determinant i narzędzi wykorzystywanych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, można dostrzec rozbieżności i sprzeczności w opiniach respondentów. Odnotowano bowiem grupę 12 osób, która wskazała jednocześnie na czynniki fundamentalne i wyłączenie analizy technicznej (co ciekawe głównie wśród inwestorów instytucjonalnych), a także dziesięć osób będących zwolennikami czynników giełdowych, dla których podstawą decyzji była jedynie analiza fundamentalna.

W celu wnikliwego zweryfikowania wykorzystywanych przez respondentów analiz, oceniono mierniki giełdowe stosowane w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Jak wynika z rysunku 5.7, zarówno inwestorzy indywidualni, instytucjonalni, jak i analitycy giełdowi korzystali ze wskaźników giełdowych spółek. Twierdząco na pytanie „Czy przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych bierze Pani/Pan pod uwagę wielkość wskaźników giełdowych spółek?” odpowiedziało średnio 77% wszystkich ankietowanych, z czego najwięcej wśród inwestorów instytucjonalnych (83%), a najmniej w gronie inwestorów indywidualnych (70%).

Mając do wyboru kilka wskaźników giełdowych, w tym C/Z (cena/zysk), C/WK (cena/wartość księgową), C/P (cena/przychody ze sprzedaży), EPS (zysk na jedną akcję), DY (stopa dywidendy), wszyscy ankietowani, którzy udzielili twierdzącej odpowiedzi na wyżej wspomniane pytanie, uznali pierwszy z wymienionych mierników za kluczowy dla podejmowania decyzji inwestycyjnych (zob. tab. 5.6). Wskaźnik C/Z dominował wśród wszystkich wskazań respondentów (średnio 33% przypadków), a także był najczęściej zaznaczaną opcją, którą wybrało 76 spośród 83 inwestorów instytucjonalnych, 62 z 70 inwestorów indywidualnych i 28 z 39 analityków giełdowych.



**Rysunek 5.7.** Ocena wykorzystania wskaźników giełdowych spółek przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela 5.6.** Ocena przydatności wskaźników giełdowych dla podejmowania decyzji inwestycyjnych

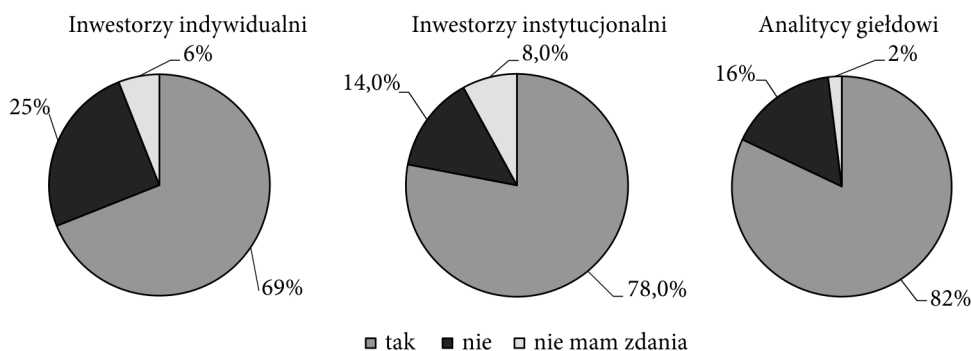
Wyszczególnienie	Inwestorzy indywidualni		Inwestorzy instytucjonalni		Analitycy giełdowi	
	liczba wskazań	odsetek wskazań w %	liczba wskazań	odsetek wskazań w %	liczba wskazań	odsetek wskazań w %
C/Z (cena/zysk)	62	34,8	76	33,3	28	29,5
C/WK (cena/wartość księgową)	39	21,9	49	21,5	16	16,9
C/P (cena/przychody ze sprzedaży)	29	16,3	45	19,7	18	18,9
EPS (zysk na jedną akcję)	28	15,7	32	14,0	18	18,9
DY (stopa dywidendy)	19	10,7	25	11,0	15	15,8
inne	1	0,6	0	0,0	0	0,0
żadne	0	0,0	0	0,0	0	0,0
brak zdania	0	0,0	1	0,5	0	0,0
razem	178	100,0	228	100,0	95	100,0

**Źródło:** opracowanie własne.

Ranga przydatności kolejnych wskaźników giełdowych (C/WK, C/P, EPS, DY) dla inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych była jednakowa, jednakże w gronie tych drugich odnotowano większą łączną liczbę wskazań tych mierników (115 respondentów). Warto zaznaczyć, że grupie analityków wskaźniki C/P i EPS

wybijano nieco częściej niż C/WK bądź DY, ale odsetek ankietowanych różnił się w tym względzie nieznacznie. Jeden z inwestorów indywidualnych wskazał na zupełnie odmienną opcję, wpisując „forex”. Trudno to jednak uznać za wybór wskaźnika giełdowego, gdyż określenie to odnosi się do rynku walutowego, a nie do miernika. Wszyscy ankietowani korzystali przy podejmowaniu decyzji z któregoś ze wskaźników giełdowych, zaś jedna osoba zaznaczyła opcję „nie mam zdania”, mimo że odpowiedziała twierdząco na pytanie o wykorzystywanie tych miar w decyzjach inwestycyjnych.

Analogicznej ocenie poddano opinie respondentów w zakresie wykorzystania wskaźników finansowych, w tym ROS (rentowność sprzedaży), ROE (rentowność kapitału własnego), ROA (rentowność aktywów), EVA (ekonomiczna wartość dodana) i CFROI (gotówkowy zwrot z inwestycji). Przecząco na pytanie dotyczące jakiegokolwiek wykorzystania wskaźników finansowych odpowiedział taki sam odsetek inwestorów indywidualnych (zob. rys. 5.8), jak w wypadku wskaźników giełdowych (por. rys. 5.7). Wskaźniki finansowe cieszyły się mniejszym zainteresowaniem wśród inwestorów instytucjonalnych, a większym w gronie analityków giełdowych.



**Rysunek 5.8.** Ocena wykorzystania wskaźników finansowych spółek przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych

**Źródło:** opracowanie własne.

Respondenci w swoich decyzjach inwestycyjnych wykorzystywali przede wszystkim bazujące na zysku księgowym wskaźniki rentowności ROS, ROE i ROA (zob. tab. 5.7).

Odsetek wskazań tych mierników wyniósł średnio 76%, w tym w gronie inwestorów indywidualnych 80%, inwestorów instytucjonalnych 79%, a najmniej wśród analityków giełdowych – 65%. Dominującym wskaźnikiem finansowym dla inwestorów była stopa zwrotu ze sprzedaży, zaś dla analityków giełdowych rentowność kapitału własnego.

Znacznie mniejszy odsetek ankietowanych uznał wskaźniki EVA i CFROI za kluczowe w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, choć drugi z wymienionych



wybijany był nieco częściej przez analityków giełdowych i inwestorów indywidualnych, z kolei EVA nieznacznie dominował wśród inwestorów instytucjonalnych. W tym badaniu żaden z respondentów nie wskazał innego miernika finansowego niż podane w kwestionariuszu.

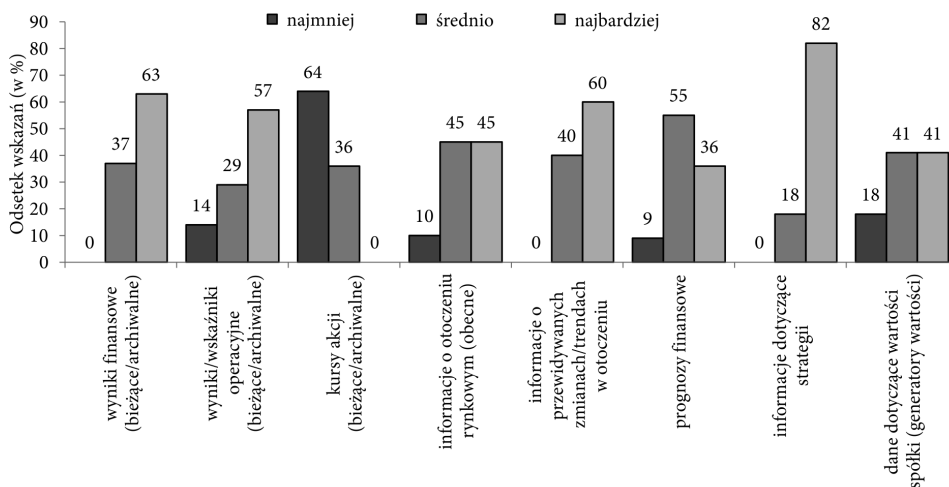
**Tabela 5.7.** Ocena przydatności wskaźników finansowych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych

Wyszczególnienie	Inwestorzy indywidualni		Inwestorzy instytucjonalni		Analitycy giełdowi	
	liczba wskazań	odsetek wskazań w %	liczba wskazań	odsetek wskazań w %	liczba wskazań	odsetek wskazań w %
ROS (rentowność sprzedaży)	55	35,9	68	34,2	23	23,5
ROE (rentowność kapitału własnego)	40	26,1	49	24,6	25	25,5
ROA (rentowność aktywów)	28	18,3	40	20,1	16	16,3
EVA (ekonomiczna wartość dodana)	13	8,5	22	11,1	16	16,3
CFROI (gotówkowy zwrot z inwestycji)	14	9,2	20	10,0	18	18,4
inne	0	0,0	0	0,0	0	0,0
żadne	1	0,7	0	0,0	0	0,0
brak zdania	2	1,3	0	0,0	0	0,0
razem	153	100,0	199	100,0	98	100,0

**Źródło:** opracowanie własne.

Podsumowując wyniki badań w zakresie profilu inwestycyjnego respondentów, warto zestawić je z rezultatami podobnych analiz, np. wnioskami płynącymi z badań opinii analityków typu sell-side i typu buy-side oraz zarządzających portfelem, a także menedżerów spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych, przeprowadzonych przez Polski Instytut Relacji Inwestorskich (PIRI). Analitycy stwierdzili, że najwyższą jakością cechują się informacje dotyczące kursów akcji spółek (wskaźniki techniczne). Ze wszystkich ankietowanych 48% oceniło informacje na temat bieżących i archiwalnych wskaźników giełdowych jako bardzo dobre, a tylko 7% jako słabe. Większość analityków (70% respondentów) uznała z kolei jakość wskaźników finansowych (fundamentalnych) za średnią. Według 86% ankietowanych menedżerów jakość bieżących i archiwalnych wyników finansowych była z kolei na poziomie bardzo dobrym, zaś dobrze lub średnio skategoryzowano

informacje o kursach akcji (odpowiednio 38% i 35% respondentów)<sup>41</sup>. Paradoksalnie, odpowiadając na pytanie „Jakie informacje o spółkach wykorzystujesz lub chciałbyś wykorzystywać?”, żaden z badanych przez PIRI inwestorów nie stwierdził, że użył czy chciałby użyć bieżących lub archiwalnych informacji giełdowych do podejmowania decyzji inwestycyjnych, w przeciwieństwie do obecnych bądź historycznych wyników finansowych albo wskaźników operacyjnych (zob. rys. 5.9). Chętniej niż wskaźniki giełdowe respondenci wykorzystywali (lub chcieliby wykorzystywać) mierniki związane z wartością spółek (tzw. generatory wartości)<sup>42</sup>, wśród których można wymienić EVA lub CFROI.



**Rysunek 5.9.** Ocena użyteczności wybranych informacji o spółkach przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych

**Źródło:** opracowanie własne za: Polski Instytut Relacji Inwestorskich, *Relacje inwestorskie w Polsce. Wyniki ankiety przeprowadzonej przez PIRI, 2005–2006*, [http://i.wp.pl/a/f/pdf/9105/piri\\_2\\_new.pdf](http://i.wp.pl/a/f/pdf/9105/piri_2_new.pdf) (dostęp: 12.12.2019).

Zestawiając typowe mierniki księgowe (rentowności) z miernikami wartości (np. EVA, CFROI), warto wskazać, że w praktyce większym zainteresowaniem cieszą się te oparte *stricte* na zysku księgowym, nie tylko w Polsce, ale i za granicą<sup>43</sup>. Na przykład na podstawie badania dotyczącego największych niemieckich spółek giełdowych z indeksu DAX 30 okazało się, że w większości wypadków (ponad 90%)

41 Polski Instytut Relacji Inwestorskich, *Relacje inwestorskie w Polsce. Wyniki ankiety przeprowadzonej przez PIRI, 2005–2006*, [http://i.wp.pl/a/f/pdf/9105/piri\\_2\\_new.pdf](http://i.wp.pl/a/f/pdf/9105/piri_2_new.pdf) (dostęp: 12.12.2019).

42 Szerzej o generatorach wartości zob. pkt 6.2.

43 R. Strack, U. Villis, *RAVE™. Die nächste Generation im Shareholder Value Management*, „Zeitschrift für Betriebswirtschaft” 2001, Bd. 71, Nr. 1, s. 68–69.

stosowano relatywne miary liczone na podstawie zysku księgowego, w tym m.in. ROE (*return on equity*), ROIC (*return on investment capital*), RONA (*return on net assets*) bądź ROOA (*return on operating assets*)<sup>44</sup>.

Pomimo podnoszonych niekiedy argumentów, że wykorzystanie danego miernika w decyzjach inwestycyjnych ma czasami charakter dowolny i arbitralny<sup>45</sup>, w praktyce prym wiodą mierniki księgowe, co potwierdziły wyniki badań przeprowadzonych wśród wszystkich trzech grup respondentów. Jak słusznie zauważa Mariusz Chmielewski, może to wynikać z faktu, że główną zaletą mierników księgowych opartych na zysku jest niewątpliwie powszechne zrozumienie ich konstrukcji i względna łatwość analizy. Natomiast mierniki takie jak EVA bądź CFROI są zdecydowanie mniej przydatne dla inwestorów. Brak spójności, trudności w analizie i komunikacji to zarzuty przede wszystkim wobec wskaźnika gotówkowy zwrot z inwestycji<sup>46</sup>.

## 5.5. Preferencje respondentów w zakresie raportów finansowych

Chcąc ocenić preferencje beneficjentów sprawozdań finansowych w zakresie raportów finansowych, sformułowano w kwestionariuszu ankiety kolejne sześć pytań o charakterze zamkniętym:

- 1) Który element raportu rocznego spółki jest według Pani/Pana najważniejszy przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych?
- 2) Jak często korzysta Pani/Pan z raportów finansowych spółki przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych?
- 3) Analiza której części sprawozdania finansowego jest według Pani/Pana najważniejsza przy podejmowaniu decyzji finansowych?
- 4) Jak ocenia Pani/Pan stopień przydatności informacji pochodzących z poszczególnych sprawozdań finansowych w decyzjach inwestycyjnych?
- 5) Które z elementów stanowią według Pani/Pana o jakości sprawozdawczości finansowej spółek?
- 6) Co Pani/Pana zdaniem najbardziej utrudnia analizę sprawozdań finansowych spółek?

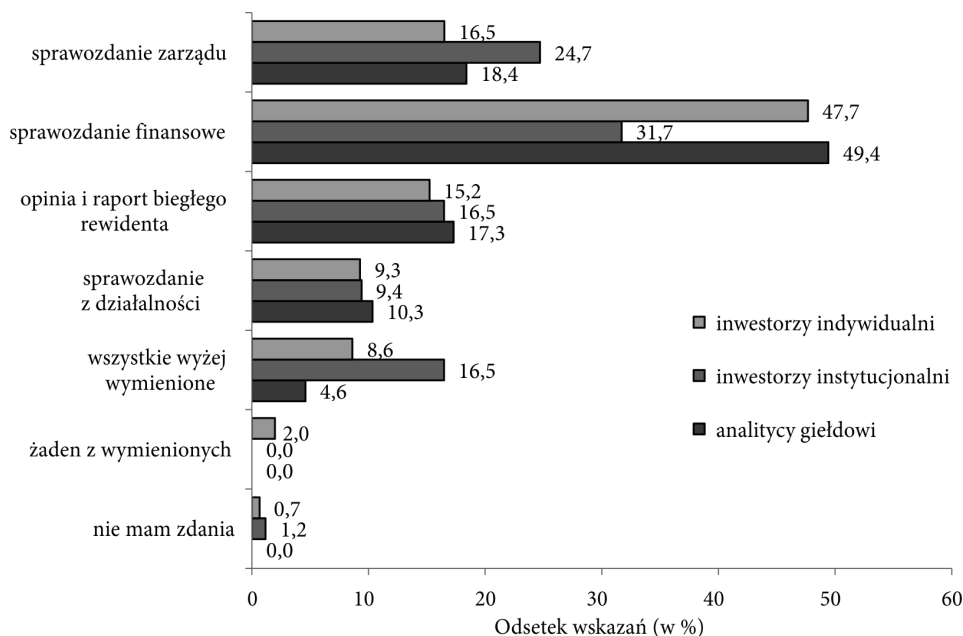
44 T. Fischer, J. Wenzel, *Publizität von Werttreibern im Value Reporting. Ergebnisse einer empirischen Studie*, „Controlling” 2004, Bd. 16, Nr. 6.

45 J.F. Voigt, *Unternehmensbewertung und Potentialanalyse. Chancen und Risiken von Unternehmen treffsicher bewerten*, Gabler, Wiesbaden 1990, s. 31.

46 M. Chmielewski, *Mierniki oceny powodzenia restrukturyzacji*, [w:] A. Herman, J. Bieliński (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, CeDeWu, Warszawa 2001, s. 160.

Celem tej części badania była chęć zweryfikowania, jak poszczególne grupy respondentów wykorzystują konkretne raporty finansowe i ich poszczególne komponenty oraz z jaką częstotliwością. Ważnym nurtem badawczym stała się ocena przydatności poszczególnych sprawozdań finansowych w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, a także jakość informacyjna prezentowanych w nich danych. Jakość sprawozdań finansowych należy w głównej mierze poddać ocenie inwestorów, którzy z reguły powinni traktować je jako pierwsze i najważniejsze źródło informacji o danej spółce. Informacje płynące ze sprawozdań finansowych są dla nich istotne (przydatne) wówczas, gdy będą warunkować ich decyzje na rynku kapitałowym. Raporty spółek powinny być zatem sporządzane w taki sposób, by umożliwić inwestorom ocenę wpływu przekazywanych informacji na sytuację majątkową, finansową i wyniki danej jednostki.

Sprawozdanie finansowe spółki było dla wszystkich ankietowanych bezwzględnie najważniejszą częścią raportu rocznego. Blisko połowa wskazań inwestorów indywidualnych i analityków dotyczyła tego właśnie zestawienia. Sprawozdanie finansowe było mniej ważne dla inwestorów instytucjonalnych (32% wskazań), bardziej w porównaniu z pozostałymi grupami ceniących sobie sprawozdanie zarządu (25% wyborów) (zob. rys. 5.10).



**Rysunek 5.10.** Ocena przydatności elementów raportu rocznego spółki przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych  
**Źródło:** opracowanie własne.

Zdecydowanie mniej, bo 15–17% wskazań wszystkich ankietowanych odnosiło się do opinii i raportu biegłego rewidenta, a 10% do sprawozdania z działalności, więc zdaniem respondentów stanowi ono najmniej przydatną w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych część raportu rocznego spółki. Znaczna liczba inwestorów instytucjonalnych uznała, że wszystkie z wymienionych elementów raportu rocznego są dla nich ważne. Taką odpowiedź dało 28 ankietowanych z tego grona, co wskazuje na niekonsekwencję respondentów w udzielaniu odpowiedzi, gdyż sprawozdanie z działalności zostało wskazane jako kluczowe przez 16 inwestorów instytucjonalnych. W grupie samych inwestorów indywidualnych odnotowano trzy osoby, które nie wskazały żadnego kluczowego dla podejmowania decyzji inwestycyjnych elementu raportu rocznego.

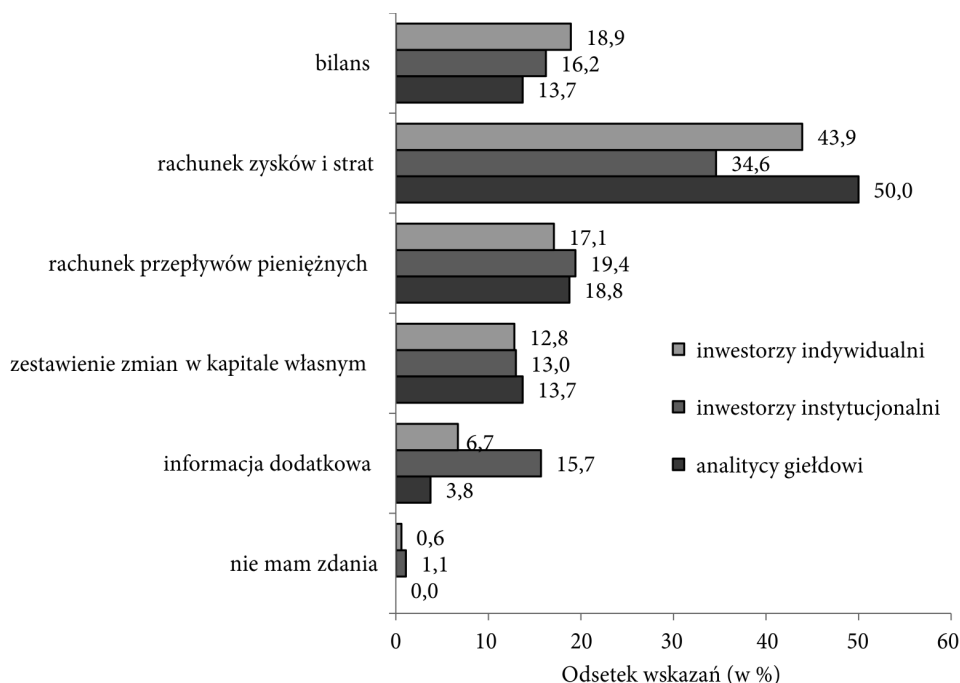
Średnio 71% wszystkich respondentów wykorzystywało zawsze bądź zazwyczaj raporty finansowe przed podjęciem decyzji inwestycyjnych (zob. tab. 5.8). Największy odsetek takich stwierdzeń odnotowano w gronie analityków giełdowych (86%), następnie wśród inwestorów instytucjonalnych (75%), a najmniej w grupie inwestorów indywidualnych (59%). Ponadto do nikłego używania raportów finansowych w praktyce inwestycyjnej przyznało się dziewięcioro respondentów z tej grupy i tylko jedna osoba reprezentująca inwestora instytucjonalnego.

**Tabela 5.8.** Ocena częstotliwości wykorzystywania raportów rocznych spółek przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych

Wyszczególnienie	Inwestorzy indywidualni	Inwestorzy instytucjonalni	Analitycy giełdowi
liczba respondentów	100	100	50
Częstotliwość korzystania z raportów			
zawsze	18	38	23
zazwyczaj	41	37	20
czasami	31	23	6
bardzo rzadko	6	1	0
nigdy	3	0	0
brak zdania	1	1	1

**Źródło:** opracowanie własne.

Jak wskazują zaprezentowane na rysunku 5.11 wyniki badań, zdecydowanie najważniejszym dla podejmowania decyzji inwestycyjnych sprawozdaniem finansowym we wszystkich trzech grupach badanych respondentów okazał się rachunek zysków i strat, w odniesieniu do którego odnotowano 40 spośród 80 wskazań analityków giełdowych, 72 z 164 opcji wybranych przez inwestorów indywidualnych oraz 64 ze 185 wszystkich decyzji inwestorów instytucjonalnych.



**Rysunek 5.11.** Ocena przydatności sprawozdań finansowych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych

**Źródło:** opracowanie własne.

Zaskakujący jest fakt, że w opinii znacznej części respondentów informacje o przepływach pieniężnych są bardziej przydatne użytkownikom sprawozdań finansowych niż dane pochodzące z bilansu. Taką opinię wyrazili zarówno inwestorzy instytucjonalni, jak również analitycy giełdowi, dla których ocena ważności rachunku przepływów pieniężnych w porównaniu z bilansem była wyższa odpowiednio o 3,2 p.p. i 5,1 p.p. W opinii inwestorów indywidualnych dominowało jednak przekonanie o przewadze bilansu nad rachunkiem cash flow (różnica we wskazaniach wyniosła ok. 2 p.p.).

Czwartym pod względem znaczenia sprawozdaniem było zestawienie zmian w kapitale własnym. Odsetek wskazań respondentów na ten składnik raportu finansowego wyniósł średnio 13%, a największymi jego zwolennikami w kontekście podejmowania decyzji inwestycyjnych byli analitycy giełdowi (13,7% wskazań). Wynik ten należy uznać za mający duże znaczenie z punktu widzenia problematyki podejmowanej w opracowaniu, gdyż elementy tego sprawozdania są jednocześnie komponentami pozostałego wyniku całkowitego. Ponadto ważnym wnioskiem jest fakt wykorzystywania przez część respondentów informacji dodatkowej, która zazwyczaj zawiera szereg not objaśniających do sprawozdań. Największy odsetek wskazań wśród ankietowanych deklarujących wykorzystanie tego elementu sprawozdawczości finansowej w procesach decyzyjnych zanotowano w gronie inwestorów

instytucjonalnych (aż 15,7%), zaś zaskakująco niewiele w grupie analityków giełdowych (jedynie 3,8% wskazań).

Respondenci traktują raporty finansowe jako ważne źródło informacji, za wyjątkiem informacji dodatkowej (zob. tab. 5.9). Rezultaty badań potwierdzają bowiem, że średnie wartości ocen przyznanych pozostałym sprawozdaniom finansowym w pięciostopniowej skali (gdzie 1 oznacza wartość najniższą, czyli nieistotne źródło informacji, a 5 – najwyższą, czyli bardzo istotne) oscylowały wokół poziomu 4,07–4,20, w zależności od konkretnego elementu raportu finansowego.

Najwyższe oceny respondenci wystawili rachunkowi przepływów pieniężnych (średnio 4,20) i rachunkowi wyników (średnio 4,19). Znaczenie obu tych sprawozdań docenili przede wszystkim inwestorzy instytucjonalni (średnie oceny to odpowiednio 4,31 i 4,27), a także inwestorzy indywidualni, dla których większą rangę miał rachunek zysków i strat. Średnia wystawionych ocen dla tego sprawozdania wyniosła 4,21, zaś dla informacji o przepływach pieniężnych 4,13.

**Tabela 5.9.** Ocena znaczenia sprawozdań finansowych w procesach decyzyjnych respondentów

Wyszczególnienie		Oceny					Brak zdania	Średnia ocen	
		1	2	3	4	5			
		Liczba wskazań							
Bilans	inwestorzy indywidualni	0	7	24	36	31	2	3,93	4,02*
	inwestorzy instytucjonalni	0	2	18	37	43	0	4,21	
	analitycy giełdowi	0	4	12	24	10	0	3,80	
Rachunek zysków i strat	inwestorzy indywidualni	0	4	13	39	42	2	4,21	4,19*
	inwestorzy instytucjonalni	0	1	17	35	46	1	4,27	
	analitycy giełdowi	0	2	13	20	15	0	3,96	
Rachunek przepływów pieniężnych	inwestorzy indywidualni	0	3	17	42	36	2	4,13	4,20*
	inwestorzy instytucjonalni	0	2	11	40	46	1	4,31	
	analitycy giełdowi	0	2	9	20	19	0	4,12	
Zestawienie zmian w kapitale własnym	inwestorzy indywidualni	0	8	18	34	35	5	4,01	4,07*
	inwestorzy instytucjonalni	0	2	13	50	34	1	4,17	
	analitycy giełdowi	0	2	11	20	15	2	4,00	
Informacja dodatkowa	inwestorzy indywidualni	6	11	26	29	15	13	3,41	3,71*
	inwestorzy instytucjonalni	2	5	16	43	31	3	3,99	
	analitycy giełdowi	1	3	16	15	10	5	3,67	

\* średnia arytmetyczna obliczona dla wszystkich ocen respondentów w ramach danego sprawozdania

**Źródło:** opracowanie własne.

Analitycy giełdowi, przy wcześniejszym pytaniu wskazującym na rachunek zysków i strat jako najczęściej brany pod uwagę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, ocenili przydatność tego sprawozdania nisko – średnio na poziomie 3,96. Ciekawą obserwacją jest również fakt, że bilans, będący w poprzednim pytaniu w niemal 17% wskazań przydatną dla beneficjentów tych informacji częścią raportu finansowego, oceniony został jako mniej ważny w porównaniu z zestawieniem zmian w kapitale własnym spółek. Szczególnie nisko (na poziomie średnio 3,80) ocenili go analitycy giełdowi. Co ważne, sprawozdanie ze zmian w kapitale własnym, zawierające w sobie także kategorie pozostałego wyniku całkowitego, otrzymało od wszystkich ankietowanych oceny średnio 4 lub wyższe. Inwestorzy instytucjonalni, którzy najbardziej cenili informację dodatkową, oszacowali jej przydatność na najwyższym spośród grona respondentów poziomie, wystawiając oceny średnio blisko 4 w pięciostopniowej skali. Ten element raportu okazał się najmniej ważny dla inwestorów indywidualnych (średnie oceny 3,41), mimo że wcześniej nie doceniali go głównie analitycy giełdowi.

Odnosząc się do podstawowych cech informacji przekazywanych przez spółki otoczeniu biznesowemu, wśród których wymieniana jest m.in. nie tylko aktualność, ale także ich przydatność, zrozumiałość, wiarygodność, porównywalność bądź czas przekazywania i pozyskiwania danych<sup>47</sup>, zbadano opinię beneficjentów sprawozdań w tym zakresie. Ankietowani ocenili pięć kluczowych cech świadczących o jakości sprawozdawczości finansowej: dostępność, kompletność, wiarygodność, zrozumiałość i porównywalność informacji. Jak wynika z rysunku 5.12, dominującymi cechami w opinii badanych są wiarygodność (152 spośród 493 wszystkich wskazań) i dostępność (135 odpowiedzi). Na ten pierwszy aspekt zwróciło uwagę większość inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych, natomiast na drugi głównie analitycy i inwestorzy indywidualni.

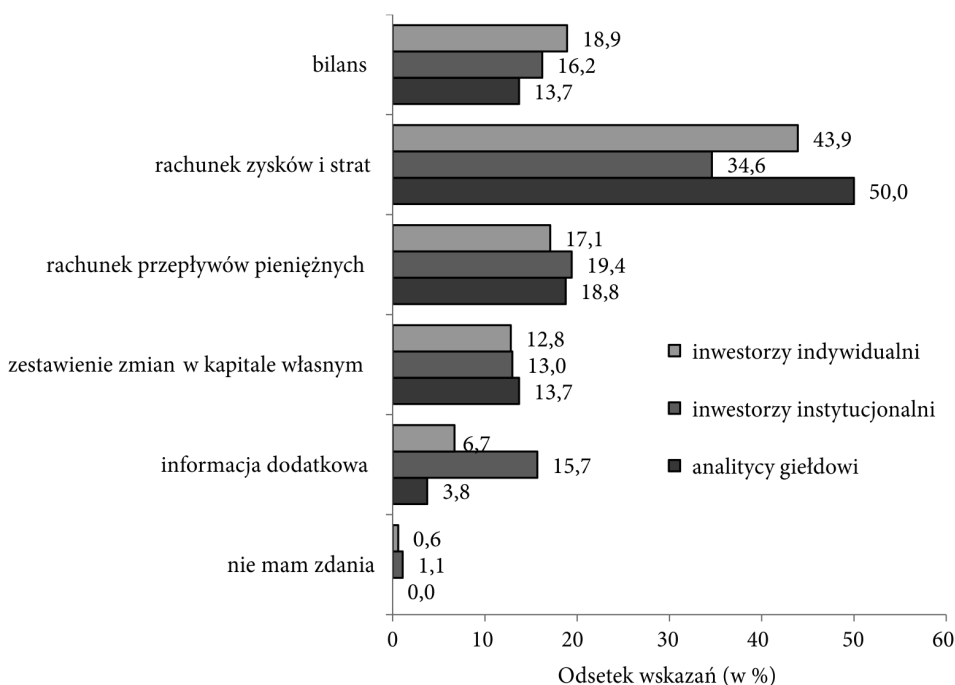
Kolejnymi w hierarchii ważności cechami informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych w opinii respondentów okazały się zrozumiałość i kompletność. Na tę pierwszą właściwość zwróciło uwagę łącznie 80 ankietowanych, zaś na drugą 73 osoby. O ile kompletność danych finansowych była zdecydowanie ważniejsza w poglądach analityków giełdowych, o tyle wiarygodność w większym stopniu cenniejąca była przez inwestorów. Zaskakujące, że każda z badanych grup respondentów za najmniej ważną uznała porównywalność informacji finansowych między spółkami, co zarówno w wymiarze wewnętrznym, jak i zewnętrznym ułatwia nie tylko inwestorom, ale przede wszystkim analitykom giełdowym (najniżej oceniającym tę cechę informacji w badaniu) przeprowadzanie wnikliwych analiz oraz ocenę porównawczą kondycji finansowej spółki wobec innych podmiotów.

Ważnym punktem w badaniu ankietowym była odpowiedź na pytanie dotyczące czynników utrudniających użytkownikom analizę sprawozdań finansowych spółek. Z rysunku 5.13 wynika, że badani najbardziej obawiali się problemów związanych

47 D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie: ewolucja...*, s. 93.



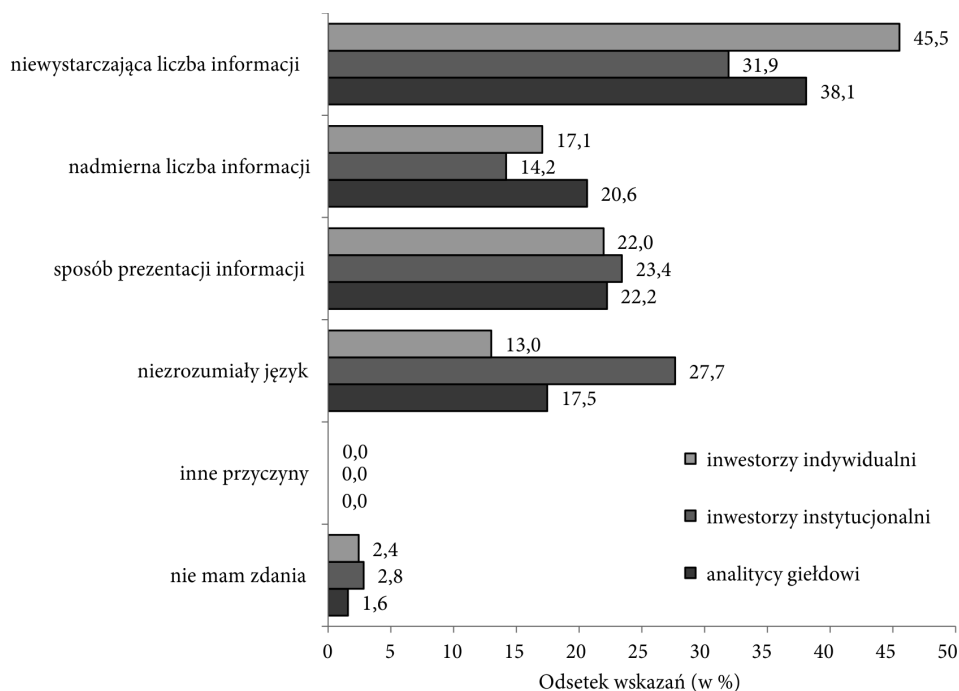
z niewystarczającą liczbą informacji prezentowanych w sprawozdaniach. Na ten aspekt wskazało 125 osób, w tym największe trudności wyrazili przede wszystkim inwestorzy indywidualni i analitycy giełdowi. Paradoksalnie ci drudzy wskazali na sporo problemów z analizą sprawozdań finansowych wynikających z nadmiernej liczby informacji.



**Rysunek 5.12.** Kluczowe cechy jakościowe sprawozdań finansowych w opinii respondentów  
**Źródło:** opracowanie własne.

Spore niezadowolenie wśród respondentów wzbudzał także sposób prezentowania informacji, co do którego odnotowano średni odsetek wskazań wszystkich ankietowanych na poziomie 22,6%. Zdumiewająca może być liczba 39 wskazań inwestorów instytucjonalnych odnoszących się do tego, że w sprawozdaniach finansowych używano niezrozumiałego dla nich języka, a z kolei inwestorzy indywidualni, wydawać by się mogło najmniej doświadczeni spośród trzech grup respondentów, radzili sobie najlepiej ze słownictwem finansowo-księgowym.

Podsumowując wyniki badań dotyczących preferencji w zakresie profilu inwestycyjnego respondentów, warto przywołać inne tego typu analizy prowadzone w Polsce i za granicą. Po pierwsze należy stwierdzić, że rezultaty badań są analogiczne z tymi, jakie prezentują m.in. Pawłowski, Małgorzata Szewc, Joanna Błażyńska czy Dmitruk, jak również Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych.



**Rysunek 5.13.** Kluczowe trudności w analizowaniu sprawozdań finansowych spółek przez respondentów

**Źródło:** opracowanie własne.

W opinii ponad połowy spośród 408 inwestorów indywidualnych zbadanych przez Pawłowskiego, sprawozdanie finansowe stanowi podstawowe źródło informacji wykorzystywanych w procesach decyzyjnych, zaś blisko 55% spośród tych inwestorów zawsze bądź często analizuje takie sprawozdania. Ponadto wysoko ocenili oni również stopień wykorzystania informacji pochodzących ze sprawozdawczości finansowej w swoich procesach decyzyjnych (ponad 50% ankietowanych zaznaczyło 4 lub 5 w pięciostopniowej skali). Podobne rezultaty wynikają z badań Niemieckiego Instytutu Akcyjnego (Deutsches Aktieninstitut, DAI) przeprowadzonych w latach 2007–2008 wśród blisko 36 tysięcy inwestorów (indywidualnych i instytucjonalnych). Według tych badań 44% inwestorów indywidualnych uznało sprawozdawczość finansową za kluczowe źródło informacji pomocnych w procesach decyzyjnych. Inwestorzy instytucjonalni uznali natomiast, że zarówno roczne (86%), jak i kwartalne (87%) sprawozdania finansowe są ważnymi determinantami ich decyzji inwestycyjnych<sup>48</sup>. Błażyńska, w ramach przeprowadzonego w 2013 roku badania na grupie 334 inwestorów indywidualnych, zaznacza także, że sprawozdanie finansowe stanowi podstawowe źródło informacji finansowej dla większości

<sup>48</sup> M. Szewc, *Czy inwestorzy doceniają sprawozdanie finansowe?*, „Rachunkowość” 2009, nr 9.

spośród nich (67% próby). Z analiz dotyczących inwestorów instytucjonalnych przeprowadzonych przez Dmitruk wynika z kolei, że respondenci najwyżej ocenili informacje finansowe zawarte w sprawozdaniach i raportach spółek publicznych, wystawiając średnie oceny bliskie 4 (w skali 1–5)<sup>49</sup>. Nie bez znaczenia pozostają także opinie inwestorów indywidualnych badane corocznie przez SSI, zgodnie z którymi średnie oceny znaczenia raportów bieżących i okresowych od kilku lat kształtują się na poziomie powyżej 4 w pięciostopniowej skali (zob. tab. 5.10).

**Tabela 5.10.** Ocena znaczenia raportów bieżących i okresowych w procesach decyzyjnych inwestorów indywidualnych w Ogólnopolskim Badaniu Inwestorów w latach 2011–2019

Lata	Liczba respondentów	Średnia ocena*
2011	7319	4,01
2012	6009	4,00
2013	5332	4,05
2014	7023	3,99
2015	7353	3,89
2016	5012	4,00
2017	4711	4,10
2018	3912	4,20
2019	2614	4,20

\* 1 oznacza nieistotne, 5 – bardzo istotne źródło informacji

**Źródło:** opracowanie własne za: <https://www.sii.org.pl/865/edukacja/badania-i-rankingi.html#ak865> (dostęp: 12.12.2019).

Na podstawie przeprowadzonych w Niemczech badań DAI można stwierdzić, że najczęściej wykorzystywanymi elementami sprawozdania finansowego są według inwestorów indywidualnych rachunek zysków i strat (50% wskazań) i bilans (46% odpowiedzi). Za mniej ważne uznali oni z kolei zestawienie zmian w kapitale własnym, a najniżej ocenili rachunek przepływów pieniężnych. Inwestorzy instytucjonalni z kolei analizowali także głównie rachunek zysków i strat (100% wskazań) oraz bilans (97%), ale ważne był dla nich także rachunek przepływów pieniężnych (87%) czy też informacja dodatkowa (86%)<sup>50</sup>. Do podobnych wniosków prowadzą analizy Błażyńskiej, która wykazała, że w ocenie wpływu poszczególnych składników sprawozdania finansowego na decyzje inwestycyjne inwestorów

49 J. Błażyńska, *Użyteczność informacji finansowych sprawozdań finansowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Poznań 2005, s. 215–217.

50 M. Szewc, *op. cit.*

indywidualnych w Polsce zdecydowanie dominuje sprawozdanie z zysków i strat oraz innych całkowitych dochodów (odsetek wskazań na opcję „dominujący” lub „ważny” wyniósł 94%) i sprawozdanie z sytuacji finansowej (93%). W następnej kolejności znalazły się rachunek przepływów pieniężnych (70%) i sprawozdanie ze zmian w kapitale własnym (47%)<sup>51</sup>. Podsumowując, uzyskane rezultaty badań zbliżone są do prezentowanych w literaturze przedmiotu.

## **5.6. Przydatność wyniku całkowitego w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych**

By przekonać się, w jakim stopniu beneficjenci sprawozdań finansowych doceniają sprawozdanie z wyniku całkowitego i czerpią z niego informacje, w trzeciej części kwestionariusza ankiety sformułowano dziesięć pytań o charakterze zamkniętym, zdaniem autora dotyczących najważniejszych spraw związanych z poruszaną problematyką:

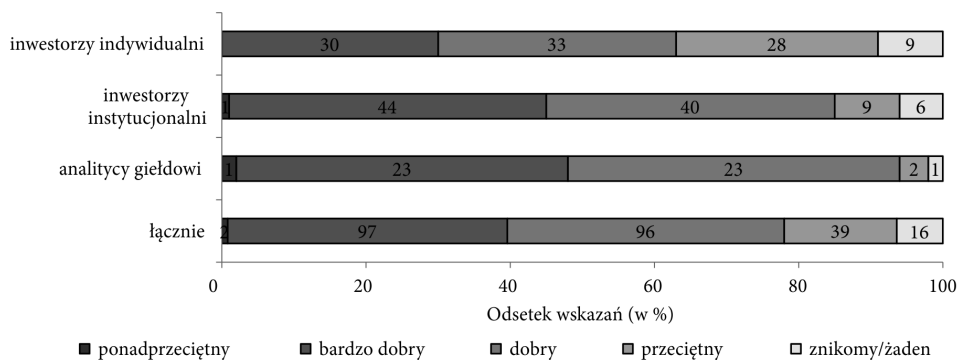
- 1) Jak ocenia Pani/Pan swój stan wiedzy i doświadczenia w zakresie sprawozdań finansowych sporządzanych według MSSF?
- 2) Czy Pani/Pana zdaniem regulacje MSSF (w odróżnieniu od ustawy o rachunkowości) pozostawiają wiele swobody zarówno co do formy, jak i wewnętrznej struktury sprawozdań finansowych?
- 3) Czy Pani/Pana zdaniem wprowadzenie sprawozdania z wyniku całkowitego do sprawozdawczości finansowej spółek zwiększyło przejrzystość prezentowanych informacji?
- 4) Czy Pani/Pana zdaniem implementacja kategorii wyniku całkowitego zwiększyła użyteczność prezentowanych informacji?
- 5) Czy według Pani/Pana raportowanie wyników całkowitych wraz z jego komponentami umożliwia pełniejsze zrozumienie i poprawną analizę wyników finansowych spółek akcyjnych?
- 6) Czy analizuje Pani/Pan wartości wyników całkowitych w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych?
- 7) Czy szacuje Pani/Pan wskaźniki finansowe z użyciem wyników całkowitych?
- 8) Komu Pani/Pana zdaniem jest najbardziej przydatna kategoria wyniku całkowitego?
- 9) Jak ocenia Pani/Pan przydatność kategorii pozostałego wyniku całkowitego dla beneficjentów sprawozdań finansowych?

<sup>51</sup> J. Błażyńska, *op. cit.*, s. 215–217.

10) Która Pani/Pana zdaniem kategoria – wynik finansowy netto czy wynik całkowity jest lepszą miarą w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych?

Uzyskanie odpowiedzi na te pytania pozwoliło ocenić nie tylko podejście użytkowników sprawozdań finansowych do względnie nowej kategorii finansowej jaką jest wynik całkowity, ale przede wszystkim zweryfikować jego jakość informacyjną w kontekście m.in. rozumienia tej kategorii, jej przejrzystości, użyteczności i przydatności w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Jakość informacji zawartych w sprawozdaniu z wyniku całkowitego należy bowiem oceniać pod kątem ich użyteczności w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych przez inwestorów, w szczególności gdy dotyczy to spółek publicznych. Właściwa ocena istotności decyzyjnej wyniku całkowitego i jego komponentów dla beneficjentów sprawozdań finansowych może w ostatecznym rozrachunku prowadzić do wzrostu zaufania do polityki menedżerów oraz reputacji przedsiębiorstwa, redukcji kosztu kapitału czy też większej płynności akcji i wyższej wyceny rynkowej spółki.

W wyniku przeprowadzonego badania ustalono, że spośród ogólnej liczby ankietowanych 77% wskazało na bardzo dobry bądź dobry poziom wiedzy i doświadczenia w zakresie analizy sprawozdań finansowych sporządzanych według MSSF. Tego typu deklaracje złożyło 92% analityków giełdowych, 84% inwestorów instytucjonalnych i 77% inwestorów indywidualnych, wśród których 28 osób wskazało na poziom przeciętny (zob. rys. 5.14).



**Rysunek 5.14.** Ocena poziomu wiedzy i doświadczenia w zakresie sprawozdań sporządzanych według Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej

**Źródło:** opracowanie własne.

Łącznie 16 ankietowanych przyznało się do znikomego stanu wiedzy i doświadczenia w zakresie Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej, z czego najwięcej w gronie inwestorów indywidualnych (9%), co mogło przełożyć się na nie w pełni rzetelne i wiarygodne odpowiedzi w tej grupie dotyczące wyniku całkowitego i jego użyteczności decyzyjnej.

W ramach procedury badawczej ankietowani wydawali opinie na temat implementacji zarówno regulacji MSSF w Polsce, jak i przede wszystkim wprowadzenia

sprawozdania z wyniku całkowitego do sprawozdawczości finansowej spółek giełdowych w Polsce, głównie pod kątem przejrzystości prezentowanych informacji, ich użyteczności, a także umożliwienia pełniejszego zrozumienia i poprawnego analizowania wyników finansowych tych podmiotów. Rezultaty badania zaprezentowane w tabeli 5.11 pokazały, że łącznie 56% respondentów uznało regulacje Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (w odróżnieniu od ustawy o rachunkowości) za pozostawiające wiele swobody zarówno co do formy, jak i wewnętrznej struktury sprawozdań finansowych. Najwięcej takich odpowiedzi (86%) odnotowano wśród analityków giełdowych. Przeciwnego zdania było 19% ankietowanych, zaś zaskakująco wielu, bo 24% nie miało własnej opinii na ten temat. W zakresie odpowiedzi „nie mam zdania” dominującą grupę stanowili inwestorzy indywidualni (34% ankietowanych).

**Tabela 5.11.** Ocena implementacji sprawozdania z wyniku całkowitego do praktyki spółek giełdowych (liczba wskazań)

Pytania badawcze	Inwestorzy indywidualni			Inwestorzy instytucjonalni			Analitycy giełdowi		
	tak	nie	nie mam zdania	tak	nie	nie mam zdania	tak	nie	nie mam zdania
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Czy Pani/Pana zdaniem regulacje MSSF (w odróżnieniu od ustawy o rachunkowości) pozostawiają wiele swobody zarówno co do formy, jak i wewnętrznej struktury sprawozdań finansowych?	40	26	34	58	19	23	43	3	4
Czy Pani/Pana zdaniem wprowadzenie sprawozdania z wyniku całkowitego do sprawozdawczości finansowej spółek zwiększyło przejrzystość prezentowanych informacji?	52	27	21	69	15	16	34	10	6
Czy Pani/Pana zdaniem implementacja kategorii wyniku całkowitego zwiększyła użyteczność prezentowanych informacji?	72	15	13	85	8	7	45	3	2

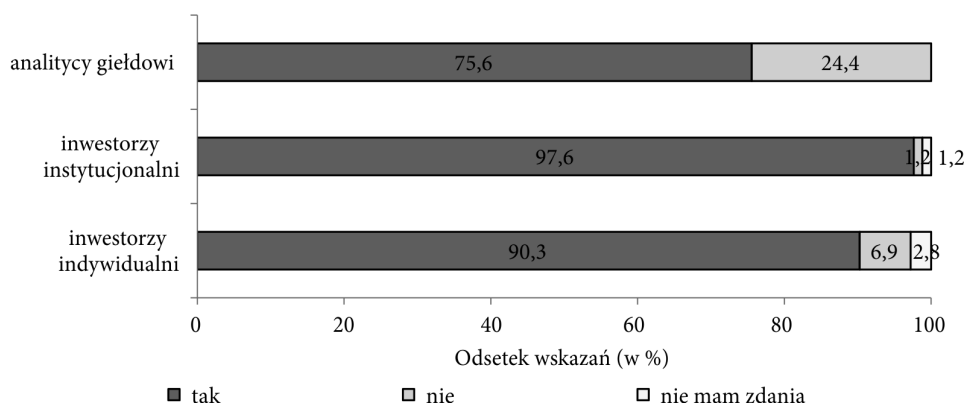
Tabela 5.11 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Czy według Pani/Pana raportowanie wyników całkowitych wraz z jego komponentami umożliwia pełniejsze zrozumienie i poprawną analizę wyników finansowych spółek akcyjnych?	77	15	8	89	6	5	35	13	2

**Źródło:** opracowanie własne.

Otrzymane rezultaty pokazały, że zdaniem większości respondentów wprowadzenie sprawozdania z wyniku całkowitego do sprawozdawczości finansowej spółek zwiększyło przejrzystość prezentowanych informacji. Twierdzącej odpowiedzi na tak postawione pytanie zawarte w kwestionariuszu udzieliło bowiem łącznie 62% badanych osób, co ciekawe najwięcej z nich znalazło się wśród inwestorów instytucjonalnych (69%), następnie analityków giełdowych (68%), zaś najmniej w grupie inwestorów indywidualnych (52%), spośród których 21 osób nie wyraziło żadnej opinii.

Respondenci byli najbardziej zgodni w kwestii użyteczności informacji płynących ze sprawozdania z wyniku całkowitego i jego roli w pełniejszym zrozumieniu i poprawnej analizie wyników finansowych spółek akcyjnych. W odniesieniu do pierwszej z wymienionych cech jakościowych informacji odnotowano łącznie 81% zwolenników i 10% przeciwników, a w drugim wypadku – odpowiednio 80% i 14% spośród respondentów. Reszta ankietowanych nie miała zdania na ten temat. Przyglądając się wnikliwie odpowiedziom na te pytania udzielonym przez poszczególne grupy ankietowanych, warto zwrócić uwagę, że w zdecydowanej większości analitycy giełdowi (90%) byli zgodni co do tego, że przejrzystość prezentowanych informacji zwiększyła się dzięki wprowadzeniu sprawozdania z wyniku całkowitego do sprawozdawczości finansowej spółek akcyjnych w Polsce (por. tab. 5.10). Jednak tylko 76% spośród tych, którzy udzieli takiej odpowiedzi, uważała jednocześnie, że raportowanie wyników całkowitych wraz z jego komponentami umożliwia pełniejsze zrozumienie i poprawną analizę wyników finansowych tych jednostek (zob. rys. 5.15). Natomiast inwestorzy indywidualni, w tym instytucjonalni w większym stopniu, byli zgodni w obu poruszanych kwestiach.



**Rysunek 5.15.** Ocena użyteczności wyniku całkowitego dla pełniejszego zrozumienia i poprawnej analizy wyników finansowych spółek akcyjnych\*

\* próba objęła 202 respondentów, którzy udzieli twierdzącej odpowiedzi na pytanie o zwiększenie przejrzystości prezentowanych informacji dzięki wprowadzeniu sprawozdania z wyniku całkowitego do sprawozdawczości finansowej spółek

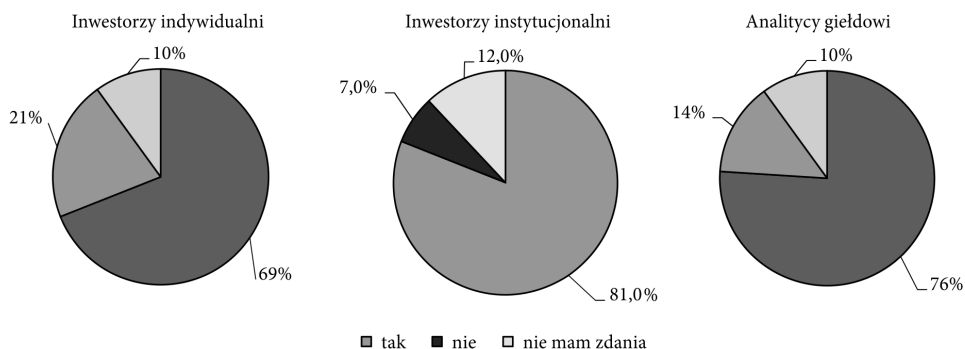
**Źródło:** opracowanie własne.

Kolejna rozpatrywana kwestia użyteczności wyniku całkowitego dla odbiorców sprawozdań finansowych dotyczyła oceny wykorzystania tej kategorii w podejmowaniu przez nich decyzji inwestycyjnych. Otrzymane rezultaty badań dowodzą, że łącznie 188 spośród 250 respondentów analizowało w procesie podejmowania decyzji informacje o wyniku całkowitym, 35 osób nie robiło tego, zaś 27 nie wyraziło opinii.

Na podstawie analizy danych zaprezentowanych na rysunku 5.16 można stwierdzić, że wynik całkowity był najczęściej wykorzystywany w decyzjach inwestorów instytucjonalnych (81% respondentów), a także analityków giełdowych (76%). W odniesieniu do inwestorów indywidualnych 21% z nich nie używało wyniku całkowitego w analizach służących podejmowaniu przez nich decyzji inwestycyjnych, zaś 10% nie miało zdania na ten temat.

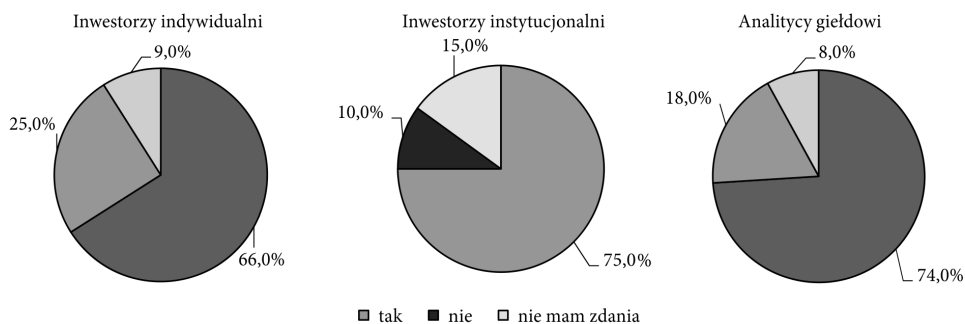
Mając na uwadze ocenę respondentów dotyczącą wykorzystania wyniku całkowitego do szacowania różnego rodzaju wskaźników finansowych, należy wskazać, że 71% ankietowanych deklarowało takie podejście w analizie ekonomicznej. Wynik całkowity najczęściej stosowany był w analizie finansowej przeprowadzanej przez inwestorów instytucjonalnych i analityków giełdowych (zob. rys. 5.17). Taką deklarację złożyło odpowiednio 75% i 74% badanych. Wynik całkowity natomiast nieznacznie rzadziej wykorzystywali inwestorzy indywidualni (66% respondentów). Nieco zaskakuje fakt, że w gronie inwestorów instytucjonalnych aż 15% ankietowanych nie wyraziło opinii na ten temat.





**Rysunek 5.16.** Ocena wykorzystania wyniku całkowitego w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych

**Źródło:** opracowanie własne.

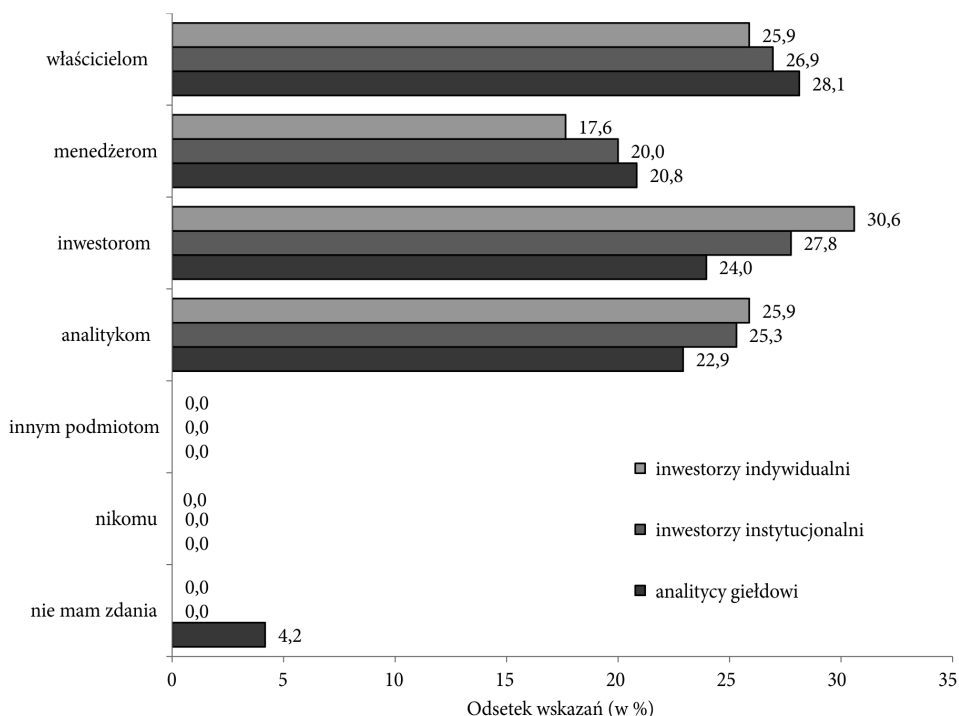


**Rysunek 5.17.** Ocena wykorzystania wyniku całkowitego w szacowaniu wskaźników finansowych

**Źródło:** opracowanie własne.

W przeprowadzonym badaniu respondenci ocenili również przydatność wyniku całkowitego dla czterech kluczowych zdaniem autora grup beneficjentów sprawozdań finansowych, w tym: właścicieli spółek, ich menedżerów, inwestorów, analityków bądź innych podmiotów. Otrzymane wyniki pokazały, że kategoria wyniku całkowitego jest przede wszystkim najbardziej przydatna inwestorom, następnie właścicielom, analitykom, a na końcu menedżerom. Odsetek wszystkich wskazań w całej badanej próbie w odniesieniu do tych grup odbiorców raportowanego wyniku całkowitego wyniósł odpowiednio 28%, 27%, 25% i 19% (zob. rys. 5.18). Zaobserwowano natomiast różnorodność w opiniach na ten temat wśród poszczególnych grup badanych osób.

Inwestorzy indywidualni i instytucjonalni uznali, odpowiednio w 31% i 27% odpowiedzi, że wynik całkowity jest najbardziej użyteczną kategorią właśnie dla nich samych. Wysoko ocenili także przydatność tej kategorii dla właścicieli spółek i analityków (średnio 26% odpowiedzi), zaś najniżej dla menedżerów. W odniesieniu do



**Rysunek 5.18.** Ocena użyteczności wyniku całkowitego dla poszczególnych grup odbiorców sprawozdań finansowych  
**Źródło:** opracowanie własne.

też ostatniej grupy odbiorców sprawozdań odnotowano najniższy odsetek wskazań przez inwestorów indywidualnych wynoszący 18%. Analitycy giełdowi nie uznali, co ciekawe, że wynik całkowity jest najbardziej użyteczny dla nich samych, wskazując zdecydowanie właścicieli spółek jako główną grupę odbiorców czerpiących informacje z tej kategorii finansowej. Odsetek wskazań w tym wypadku wyniósł 28%. Zdaniem analityków giełdowych kolejnymi według ważności beneficjentami informacji o wyniku całkowitym byli inwestorzy (24% odpowiedzi), a na samym końcu, podobnie jak ankietowani inwestorzy, wskazali na menedżerów.

Respondenci ocenili także w skali od 1 do 5 potencjalną przydatność poszczególnych pięciu komponentów pozostałego wyniku całkowitego, w tym: zmian z przeszacowania składników majątkowych, zysków i strat aktuarialnych z tytułu programu określonych świadczeń pracowniczych, zysków i strat wynikających z przeliczenia pozycji sprawozdania finansowego jednostki działającej za granicą, zysków i strat z tytułu przeszacowania składników aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży oraz zysków i strat związanych z instrumentami zabezpieczającymi w ramach zabezpieczania przepływów pieniężnych. Przy czym 1 oznaczało nieistotne źródło informacji, a 5 - bardzo istotne.

**Tabela 5.12.** Ocena użyteczności komponentów pozostałego wyniku całkowitego dla poszczególnych grup odbiorców sprawozdań finansowych

Wyszczególnienie		Oceny					Brak zdania	Średnia ocen	
		1	2	3	4	5			
		Liczba wskazań							
Zmiany z przeszacowania składników majątkowych	inwestorzy indywidualni	0	4	31	44	15	6	3,74	3,87 <sup>a</sup>
	inwestorzy instytucjonalni	0	1	20	49	22	8	4,00	
	analitycy giełdowi	0	1	10	31	6	2	3,88	
Zyski i straty aktuarialne z tytułu programu określonych świadczeń pracowniczych	inwestorzy indywidualni	0	5	19	47	23	6	3,94	3,97 <sup>a</sup>
	inwestorzy instytucjonalni	0	0	24	45	28	3	4,04	
	analitycy giełdowi	0	3	7	32	7	1	3,88	
Zyski i straty wynikające z przeliczenia pozycji sprawozdania finansowego jednostki działającej za granicą	inwestorzy indywidualni	0	5	20	42	26	7	3,96	3,98 <sup>a</sup>
	inwestorzy instytucjonalni	0	0	22	50	24	4	4,02	
	analitycy giełdowi	0	0	13	26	11	0	3,96	
Zyski i straty z tytułu przeszacowania składników aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży	inwestorzy indywidualni	0	3	18	44	29	6	4,05	4,08 <sup>a</sup>
	inwestorzy instytucjonalni	0	1	22	36	35	6	4,12	
	analitycy giełdowi	0	0	8	29	12	1	4,08	
Zyski i straty związane z instrumentami zabezpieczającymi w ramach zabezpieczenia przepływów pieniężnych	inwestorzy indywidualni	0	5	24	40	22	9	3,87	3,93 <sup>a</sup>
	inwestorzy instytucjonalni	1	1	22	41	26	9	3,99	
	analitycy giełdowi	0	0	13	28	9	0	3,92	

<sup>a</sup> średnia arytmetyczna obliczona dla wszystkich ocen respondentów w ramach danego komponentu pozostałego wyniku całkowitego

**Źródło:** opracowanie własne.

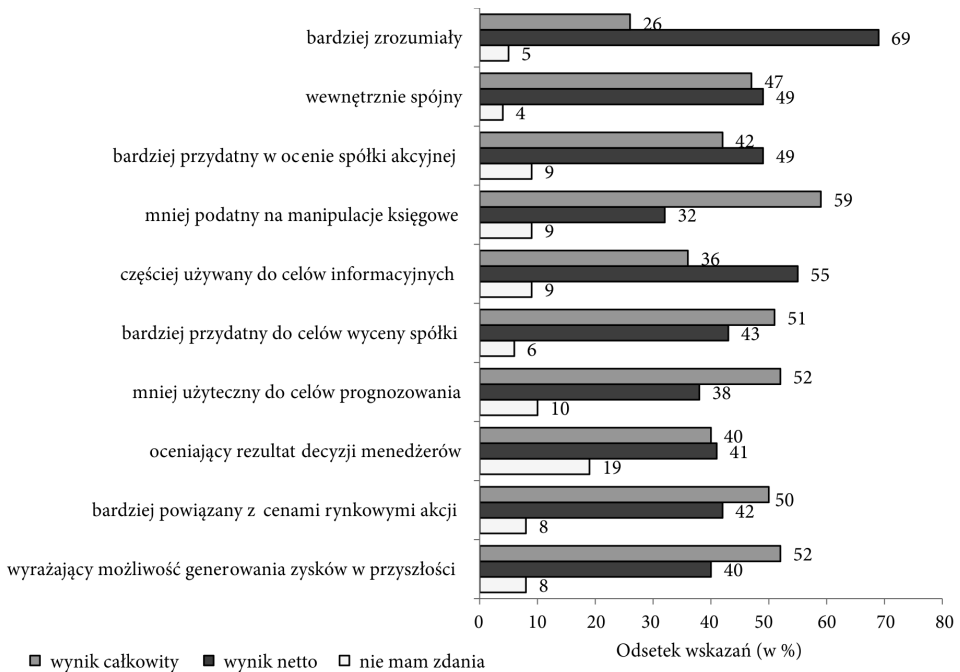
Zaprezentowane w tabeli 5.12 rezultaty badań wskazują, że ok. 70% wszystkich respondentów uznało łącznie wymienione pięć kategorii za istotne źródło informacji, wystawiając im ocenę 4 lub 5. Wśród nich największą grupę stanowili analitycy giełdowi (76% respondentów), inwestorzy instytucjonalni (71%) i indywidualni (66%). Odnotowując na tym poziomie (4 lub 5) ocenę poszczególnych komponentów pozostałego wyniku całkowitego, nie wykazano skrajnych różnic w ich użyteczności dla łącznej próby respondentów, choć za najważniejsze ankietowali uznali zyski i straty z tytułu przeszacowania składników aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży (74% respondentów), następnie zyski i straty aktuarialne z tytułu programu określonych świadczeń pracowniczych (73%), zyski i straty wynikające z przeliczenia pozycji sprawozdania finansowego jednostki działającej za granicą (72%), zmiany z przeszacowania składników majątkowych (67%), a na końcu znalazły się zyski i straty związane z instrumentami zabezpieczającymi w ramach zabezpieczania przepływów pieniężnych (66%). Mając zaś na uwadze średnie oceny wystawione przez respondentów w pięciostopniowej skali, powyższe kategorie uzyskały odpowiednio wartości: 4,08, 3,97, 3,98, 3,87 i 3,93, zmieniające w pewnym stopniu rangę ich istotności.

Mimo że średnie oceny dla wszystkich pięciu komponentów wyniku całkowitego wahały się w granicach 4, najwyżżej ocenione, szczególnie przez inwestorów indywidualnych, zostały zyski i straty z tytułu przeszacowania składników aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży (4,12), a najniższe oceny odnotowano dla zysków i strat związanych z instrumentami zabezpieczającymi w ramach zabezpieczania przepływów pieniężnych w opinii inwestorów indywidualnych (3,87), wśród których jedna osoba wystawiła ocenę 1. Również analitycy giełdowi najwyżżej ocenili tę samą kategorię, co inwestorzy instytucjonalni (średnia 4,08), natomiast za najmniej ważne uznali zarówno zmiany z przeszacowania składników majątkowych, jak i zyski bądź straty aktuarialne z tytułu programu określonych świadczeń pracowniczych, wystawiając im średnie oceny na poziomie 3,88.

Ostatni, ale niezwykle ważny zdaniem autora element oceny przydatności wyniku całkowitego dla podejmowania decyzji inwestycyjnych to komparatywna analiza dwóch mierników finansowych, czyli wyniku finansowego netto i wyniku całkowitego. Jej celem była chęć zweryfikowania, w jakim stopniu każdy z nich jest dla odbiorców sprawozdań finansowych zrozumiały, wewnętrznie spójny, przydatny w ocenie spółki akcyjnej, podatny na manipulacje księgowo, użyteczny do celów informacyjnych oraz wyceny spółki i prognozowania, powiązany z cenami rynkowymi akcji, a także wyrażający potencjał generowania zysków w przyszłości i służący ocenie rezultatów pracy menedżerów.

W niektórych kwestiach wynik całkowity miał zdaniem respondentów przewagę nad wynikiem finansowym netto. Wśród nich znalazły się argumenty, że wynik całkowity jest:

- 1) bardziej przydatny do celów wyceny spółki,
- 2) mniej podatny na manipulacje księgowe,
- 3) bardziej powiązany z cenami rynkowymi akcji,
- 4) wyrażający możliwość generowania zysków w przyszłości,
- 5) lepiej odzwierciedlający rezultat pracy menedżerów.



**Rysunek 5.19.** Analiza porównawcza użyteczności wyniku całkowitego i wyniku netto według inwestorów indywidualnych

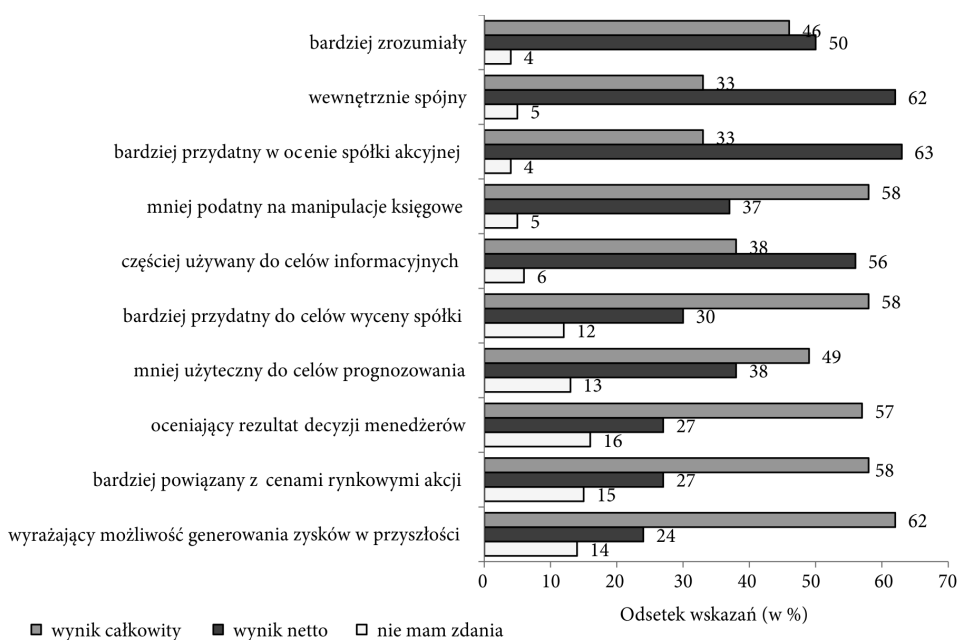
**Źródło:** opracowanie własne.

Opinie poszczególnych grup beneficjentów sprawozdań finansowych w tym względzie nie są jednak jednorodne. Wprawdzie inwestorzy instytucjonalni zaaprobowali wszystkie pięć przytoczonych powyżej argumentów, podobnie jak inwestorzy indywidualni, którzy zgodzili z tymi stwierdzeniami poza jednym wyjątkiem (piątym argumentem), ale zdaniem analityków giełdowych wynik całkowity jest lepszym miernikiem wyłącznie w odzwierciedlaniu rezultatów pracy menedżerów

(zob. rys. 5.19, 5.20 i 5.21). Analitycy giełdowi jako jedyni spośród trzech grup respondentów dostrzegli jeszcze jedną zaletę wyniku całkowitego w porównaniu z wynikiem netto, uznając drugą z miar za mniej użyteczną do celów prognozowania.

Wśród podstawowych niedostatków wyniku całkowitego, prezentowanych przez wszystkich respondentów, znalazły się stwierdzenia, że wynik netto względem wyniku całkowitego jest kategorią:

- 1) bardziej zrozumiałą,
- 2) wewnętrznie spójną,
- 3) częściej używaną do celów informacyjnych,
- 4) bardziej przydatną w ocenie spółki akcyjnej.

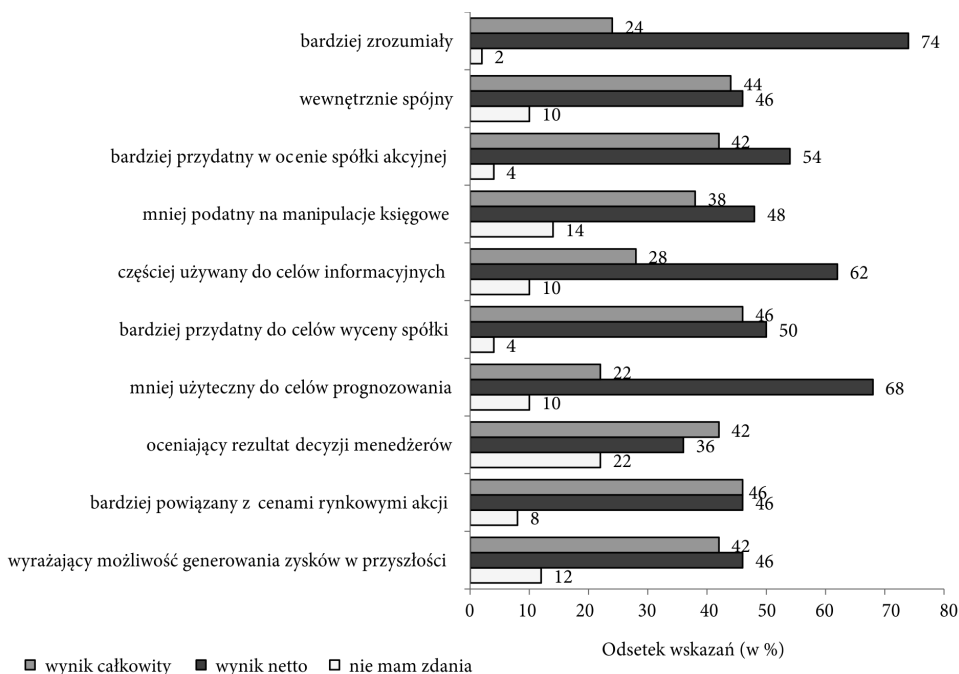


**Rysunek 5.20.** Analiza porównawcza użyteczności wyniku całkowitego i wyniku netto według inwestorów instytucjonalnych

**Źródło:** opracowanie własne.

Z powyższymi argumentami zgodziły się zarówno obie grupy inwestorów, jak i analitycy giełdowi. Inwestorzy wskazali ponadto, że wynik finansowy netto jest zdecydowanie przydatniejszy w prognozowaniu wyników finansowych. Natomiast analitycy giełdowi byli najbardziej sceptycznie nastawieni do kategorii wyniku całkowitego, wskazując w większości wypadków na przewagę wyniku netto.

## 222 Wynik całkowity – jakość i użyteczność w procesie...



**Rysunek 5.21.** Analiza porównawcza użyteczności wyniku całkowitego i wyniku netto według analityków giełdowych

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela 5.13.** Analiza porównawcza użyteczności wyniku całkowitego i wyniku netto według wszystkich respondentów

Wyszczególnienie	Wynik całkowity		Wynik netto		Brak zdania	
	liczba	odsetek w %	liczba	odsetek w %	liczba	odsetek w %
1	2	3	4	5	6	7
bardziej zrozumiały	84	33,6	156	62,4	10	4,0
wewnętrznie spójny	102	40,8	134	53,6	14	5,6
bardziej przydatny w ocenie spółki akcyjnej	96	38,4	139	55,6	15	6,0
mniej podatny na manipulacje księgowe	136	54,4	93	37,2	21	8,4
częściej używany do celów informacyjnych	88	35,2	142	56,8	20	8,0
bardziej przydatny do celów wyceny spółki	132	52,8	98	39,2	20	8,0

1	2	3	4	5	6	7
mniej użyteczny do celów prognozowania	112	44,8	110	44,0	28	11,2
oceniający rezultat decyzji menedżerów	118	47,2	86	34,4	46	18,4
bardziej powiązany z cenami rynkowymi akcji	131	52,4	92	36,8	27	10,8
wyrażający możliwość generowania zysków w przyszłości	135	54,0	87	34,8	28	11,2
razem	1134	45,4	1137	45,5	229	9,1

**Źródło:** opracowanie własne.

Podsumowując, na podstawie zaprezentowanych w tabeli 5.13 rezultatów badań nie można jednoznacznie stwierdzić, że wynik całkowity jest zdecydowanie lepszą kategorią finansową niż wynik finansowy netto i odwrotnie, szczególnie po uwzględnieniu opinii wszystkich respondentów.

Biorąc pod uwagę całą badaną próbę (250 osób) i wszystkie dziesięć analizowanych cech wyróżniających, średni odsetek respondentów wybierających wynik całkowity wyniósł 45,4%, zaś wynik finansowy netto 45,5%. Reszta ankietowanych nie zdecydowała się na wybór żadnego z nich. Nawet odrzucenie odpowiedzi „nie mam zdania” daje średni odsetek zwolenników wyniku całkowitego 49,9%, a wyniku netto 50,1%. To dość zaskakująco równoważne rezultaty.

## 5.7. Podsumowanie i wnioski

Rozważania zawarte w tym rozdziale wyraźnie wskazują na istotny problem znaczenia sprawozdawczości finansowej dla użytkowników sprawozdań finansowych, w tym względnie nowej kategorii finansowej, jaką jest wynik całkowity. Analiza wniosków z przeprowadzonych badań ujawnia, że beneficjenci sprawozdań finansowych w swoich decyzjach inwestycyjnych uwzględniają czynniki fundamentalne, mające związek z analizą sytuacji ekonomiczno-finansowej spółek akcyjnych, a w szczególności ich sprawozdania finansowe, dla wszystkich ankietowanych stanowiące bezsprzecznie najważniejszą część raportu rocznego. Mimo że znaczna część odbiorców sprawozdań finansowych wykorzystuje analizę techniczną i podejmując decyzje inwestycyjne posługuje się wskaźnikami typowo giełdowymi, niewątpliwie większość zawsze bądź zazwyczaj bazuje na sprawozdaniach finansowych i wykorzystuje mierniki analizy finansowej oparte na wyniku finansowym. Nie bez znaczenia



jest też wniosek, że rachunek wyników jest fundamentem decyzji inwestycyjnych użytkowników sprawozdań finansowych. Odmienny od innych rezultatów badań jest fakt, że odbiorcy ci częściej wykorzystują rachunek przepływów pieniężnych niż bilans. Należy przypisać to większemu skupieniu się na środkach pieniężnych, zdaniem ankietowanych wystawiających sprawozdaniu z przepływów pieniężnych średnio nawet wyższe oceny przydatności niż rachunkowi wyników, uznawanemu za jeden z głównych nośników wartości rynkowej spółek akcyjnych<sup>52</sup>.

Zadowolający jest fakt, przynajmniej na poziomie deklaratywnym, że respondenci dysponują bardzo dobrym bądź dobrym stanem wiedzy i doświadczenia w zakresie analizy sprawozdań finansowych sporządzanych według regulacji międzynarodowych. Budzi to nadzieję, że implementacja tych rozwiązań w skali krajowej stanie się nie tylko wymogiem ogólnym wprowadzonym przez szereg przymusów prawnych, ustaw i rozporządzeń, ale stanowić będzie także spełnienie oczekiwań ze strony zewnętrznych użytkowników sprawozdań finansowych wobec menedżerów spółek, nie tylko notowanych na giełdzie. Zdaniem ankietowanych regulacje międzynarodowe, w odróżnieniu od ustawy o rachunkowości, pozostawiają wiele swobody zarówno odnośnie do formy, jak i wewnętrznej struktury sprawozdań finansowych, co można uznać jednocześnie za zaletę i wadę. Implementacja wyniku całkowitego do praktyki gospodarczej zdaniem większości respondentów zwiększyła jednak przejrzystość prezentowanych informacji, a także przyczyniła się do pełniejszego zrozumienia i poprawnej analizy wyników finansowych spółek akcyjnych. Kategoria wyniku całkowitego jest przydatna nie tylko dla inwestorów, ale także właścicieli, analityków, a nawet menedżerów spółek akcyjnych. Co ważne, poszczególne komponenty pozostałego wyniku całkowitego są również uznawane za istotne źródło informacji. Mając na uwadze uzyskane przez autora wyniki badań, nie można w tym rozdziale potwierdzić hipotezy badawczej  $H_3$  głoszącej, że w porównaniu z wynikiem finansowym netto wynik całkowity nie stanowi dla beneficjentów sprawozdań finansowych w Polsce istotnej informacyjnie i użytecznej w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych miary.

Najbardziej zaskakującym, choć zdaniem autora przychylnie odbieranym rezultatem badań jest deklaracja ze strony beneficjentów sprawozdań finansowych, że wynik całkowity stanowi determinantę procesu podejmowania decyzji inwestycyjnych, a także wykorzystywany jest do szacowania wskaźników finansowych. Mając na względzie wcześniej przeprowadzone badania dotyczące użyteczności wyniku całkowitego dla odbiorców sprawozdań finansowych, jak dotąd podejmowane wyłącznie na rynkach zagranicznych<sup>53</sup>, warto podkreślić, że wynik całkowity jest często krytykowany jako kategoria nieużyteczna i nieistotna dla podejmowania decyzji inwestycyjnych.

52 Szerzej ten temat zob. pkt 7.2.

53 Według tego, co wiadomo autorowi, na rynku polskim nie przeprowadzono jak dotąd badań ankietowych w zakresie użyteczności wyniku całkowitego dla użytkowników sprawozdań finansowych.

W ramach toczącej się pod koniec XX wieku dyskusji Edward Ketz nie potwierdził ani nie odrzucił tezy, że wynik całkowity jest istotny dla użytkowników sprawozdań finansowych i uzasadnione jest włączenie sprawozdania z wyniku całkowitego do zestawu obowiązkowych raportów finansowych<sup>54</sup>. Z kolei Richard Sloan dowiódł, że podejmujący decyzję inwestycyjną inwestorzy nie dysponują umiejętnością racjonalnego rozgraniczania wyników finansowych, szczególnie w podziale na składniki w większym stopniu memoriałowe i kasowe, postrzegają w związku z tym wyniki zagregowane (*all-inclusive*) jako w większym stopniu decydujące o ich wyborze<sup>55</sup>. Mogą zatem, co potwierdzają David Sanbonmatsu i in., w większym stopniu wykorzystywać wynik całkowity w procesie podejmowania decyzji<sup>56</sup>. Badania przeprowadzone przez Roberta Libby'ego i in. dokumentują problemy poznawcze inwestorów nierozumiejących istoty wyniku całkowitego i jego komponentów<sup>57</sup>. Dowody dostarczone przez Hodder i in. wskazują ponadto, że użytkownicy sprawozdań finansowych zazwyczaj nie w pełni rozumieją zasady rachunkowości, a już z pewnością nie kwestię reklasyfikacji składników pozostałego wyniku całkowitego<sup>58</sup>. Te trudności interpretacyjne sprawiają, że odchodzą oni od dogłębnego wyjaśniania składników wyniku całkowitego, bazując tylko na wyniku zagregowanym. Sytuację tę można porównać do stosowania i posługiwania się przez inwestorów w szerokim zakresie prostymi miernikami rynkowymi służącymi do wyceny spółek na rynku, takimi jak P/E bądź EPS<sup>59</sup>. Sok-Hyon Kang i Yuping Zhao dowodzą empirycznie, że elementy składające się na wynik całkowity w większym stopniu niż miara postrzegana jako całość wykazują kluczowe znaczenie dla inwestorów<sup>60</sup>. Zdaniem Hoogervorsta ważne jest, by inwestorzy wiedzieli, które z zysków lub strat, nawet niezrealizowanych, mają wpływ na sytuację ekonomiczno-finansową spółki<sup>61</sup>.

Obecność w sprawozdawczości finansowej dwóch wskaźników – wyniku finansowego netto i wyniku całkowitego, zdaniem Maines i McDaniel prowadzi do tego, że inwestorzy mogą poczuć się zdezorientowani w kwestii, która z tych miar

54 J.E. Ketz, *Comprehensive Income: What Do the Numbers Disclose?*, „Journal of Corporate Accounting and Finance” 1999, vol. 10, no. 4.

55 R.G. Sloan, *Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?*, „The Accounting Review” 1996, vol. 71, no. 3.

56 D.M. Sanbonmatsu et al., *Contextual Influences on Judgment Based on Limited Information*, „Organizational Behavior and Human Decision Processes” 1997, vol. 69, no. 3.

57 R. Libby, R. Bloomfield, M.W. Nelson, *Experimental Research in Financial Accounting*, „Accounting, Organizations and Society” 2002, vol. 27, no. 8.

58 L.D. Hodder, P.E. Hopkins, D.A. Wood, *The Effects of Financial Statement and Informational Complexity on Cash Flow Forecasts*, „The Accounting Review” 2008, vol. 83, no. 4.

59 M.T. Bradshaw, *How Do Analysts Use Their Earnings Forecasts in Generating Stock Recommendations?*, „The Accounting Review” 2004, vol. 79, no. 1.

60 S. Kang, Y. Zhao, *Information Content and Value Relevance of Depreciation: A Cross-industry Analysis*, „The Accounting Review” 2010, vol. 85, no. 1.

61 H. Hoogervorst, *The Imprecise Nature of Accounting: Questions on Measurement, Standard Setting and the IASB's Course for the Future*, „The CPA Journal” 2012, vol. 82, no. 8.

efektywności ekonomicznej jest odpowiedniejsza w określonych okolicznościach<sup>62</sup>. Natomiast, jak wynika z badań empirycznych przeprowadzonych przez Chambersa i in., składniki pozostałego wyniku całkowitego są istotne informacyjnie dla inwestorów. Szczególnie przychylnie oceniają oni dwa komponenty: korekty z przeliczenia w walutach obcych oraz niezrealizowane zyski i straty z tytułu wyceny papierów wartościowych dostępnych do sprzedaży<sup>63</sup>. Wyniki te stanowią potwierdzenie użytych przez autora rezultatów badań, gdyż w opinii respondentów dla tych dwóch kategorii odnotowano najwyższe średnie oceny użyteczności.

Z kolei Choi i Zang potwierdzają istotność wyniku całkowitego dla analityków, dowodząc, że wykorzystują oni informacje w nim zawarte do aktualizacji swoich prognoz<sup>64</sup>. Szersze badanie dotyczące postrzegania wyniku całkowitego przez analityków we Francji przeprowadziła Judith Saghroun. Większość respondentów zaprzeczyła jakoby w zestawieniu z wynikiem całkowitym wynik netto był ważnym wskaźnikiem wartości spółki, zaznaczając jednocześnie, że jest to wyłącznie miara obrazująca efektywność ekonomiczną, inaczej mówiąc – wskaźnik wyników biznesowych przedsiębiorstwa<sup>65</sup>. Hirst i in. potwierdzili dodatkowo, że różnice w pomiarze wyniku finansowego (netto *versus* całkowity) wpływają na kluczowe osądy analityków, sugerując jednocześnie wpływ wyniku całkowitego na wycenę spółki na rynku<sup>66</sup>. Przeciwnego zdania są z kolei Mark Bradshaw i Sloan oraz Nilabhra Bhattacharya i in., twierdząc, że dla analityków bieżące wyniki finansowe netto bądź ich prognozy (wyniki pro forma) mają ściślejszy związek z cenami akcji niż wyniki całkowite<sup>67</sup>.

Abstrahując od różnorodnych opinii na temat użyteczności wyniku całkowitego, można pokusić się o stwierdzenie, że zamieszczanie informacji o wyniku całkowitym, jak słusznie zauważają Mark Nelson i William Tayler, niezaprzeczalnie zmniejsza

62 L.A. Maines, L.S. McDaniel, *Effects of Comprehensive-Income Characteristics on Nonprofessional Investors' Judgments: The Role of Financial-Statement Presentation Format*, „The Accounting Review” 2000, vol. 75, no. 2.

63 D. Chambers et al., *An Evaluation of SFAS No. 130 Comprehensive Income Disclosure*, „Review of Accounting Studies” 2007, vol. 12.

64 J.H. Choi, Y. Zang, *Implication of Comprehensive Income Disclosure for Future Earnings and Analysts' Forecasts*, „Seoul Journal of Business” 2006, vol. 12, no. 2.

65 J. Saghroun, *Le résultat comptable: conception par les normalisateurs et perception par les analystes financiers*, „Comptabilité – Contrôle – Audit”, vol. 9, no. 2, [za:] A. Prauliņš, V. Bratka, *An Analysis of Comprehensive Income as a Measure of Company Financial Performance*, „Science and Studies of Accounting and Finance. Problems and Perspectives” 2012, vol. 8, no. 1, s. 186–189.

66 D.E. Hirst, P.E. Hopkins, J.M. Wahlen, *Fair Values, Income Measurement, and Bank Analysts' Risk and Valuation Judgments*, „The Accounting Review” 2004, vol. 79, no. 2.

67 M.T. Bradshaw, R.G. Sloan, *GAAP versus The Street: An Empirical Assessment of Two Alternative Definitions of Earnings*, „Journal of Accounting Research” 2002, vol. 40, no. 1; N. Bhattacharya et al., *Assessing the Relative Informativeness and Permanence of Pro Forma Earnings and GAAP Operating Earnings*, „Journal of Accounting and Economics” 2003, vol. 36, no. 1–3.

koszty i czas pozyskiwania oraz przetwarzania danych, sprawiając, iż informacje te stają się przystępniejsze w ocenie przy podejmowaniu decyzji<sup>68</sup>. Ich realna użyteczność natomiast w dużej mierze zależy od zasobu wiedzy i doświadczenia użytkowników sprawozdań finansowych, zgodnie z deklaracją uczestników badania potrafiących korzystać z wyniku całkowitego i jego poszczególnych komponentów w analizie ekonomicznej. Ważnym spostrzeżeniem w tej materii jest fakt, że, dokonując przeglądu treści polskich podręczników z zakresu analizy finansowej bądź ekonomicznej, trudno znaleźć szersze opracowania na temat wyniku całkowitego i jego składników, szczególnie pod kątem wykorzystania go w różnego rodzaju wskaźnikach.

W podsumowaniu warto zaznaczyć, że według opinii respondentów wiarygodność prezentowanych przez spółki w raportach finansowych informacji, jak również ich dostępność, zrozumiałość i kompletność stanowią kluczowe wymagania wobec jednostek, zobowiązanych do dostarczania danych służących podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Połączenie tych wymagań ze zgłaszanymi przez ankietowanych problemami w rodzaju niewystarczającej liczby danych, niewłaściwego sposobu ich prezentacji bądź niezrozumiałości ich języka, stanowić może ważny dowód na to, że procesy globalizacji, intensywny rozwój działalności spółek w skali międzynarodowej i ewolucja potrzeb informacyjnych różnych grup użytkowników sprawozdań finansowych determinują przyszły kształt informacji finansowych. Wyznaczają one ponadto kierunki zmian nie tylko w zakresie przygotowywania tzw. klasycznych sprawozdań finansowych, ale także propozycje nowych rozwiązań, do których można zaliczyć względnie niedawno wprowadzone obligatoryjnie w niektórych krajach sprawozdanie z wyniku całkowitego. Powinno ono stanowić niezbędny element budowania nowoczesnego modelu prezentacji informacji o wynikach finansowych podmiotu, na podstawie których odbiorca jest w stanie zarówno trafnie ocenić jego sytuację ekonomiczno-finansową, jak i wycenić wartość rynkową bądź wykorzystać do celów prognostycznych. Ocena użyteczności decyzyjnej wyniku całkowitego dla podmiotów rynku kapitałowego w kontekście efektywności ekonomicznej spółek giełdowych, wartości rynkowej i zdolności predykcyjnej stanowi obszar badań przedstawionych w kolejnych dwóch rozdziałach pracy.

---

68 M.W. Nelson, W.B. Tayler, *Information Pursuit in Financial Statement Analysis: Effects of Choice, Effort, and Reconciliation*, „The Accounting Review” 2007, vol. 82, no. 3.



## Rozdział 6

# Wynik całkowity jako miara efektywności ekonomicznej spółek giełdowych

Efektywność ekonomiczna przedsiębiorstwa stanowi ważną kategorię w formułowaniu, realizowaniu i kontrolowaniu strategii finansowych zmierzających do zapewnienia właścicielom określonych korzyści kapitałowych i dywidendowych oraz wzrostu wartości rynkowej jednostki. Angażujący swój kapitał właściciele przedsiębiorstwa oceniają efektywność inwestycji głównie na podstawie rentowności z wyłożonego kapitału. Prawidłowy pomiar i ocena rentowności podmiotu stanowią zatem przesłankę nie tylko do wskazania szans i zagrożeń przewagi konkurencyjnej na rynku, ale przede wszystkim są wyznacznikiem pozyskania dodatkowych źródeł finansowania dla przedsiębiorstwa oraz ochrony przed ucieczką inwestorów do innych korzystniej ocenianych inwestycji. Przydatność analizy efektywności ekonomicznej przekłada się na podejmowanie bieżących i strategicznych decyzji organizacyjnych, skupiających się na rozpoznawaniu oraz wykorzystywaniu możliwości efektywniejszego gospodarowania majątkiem i tworzenia warunków efektywnej absorpcji obcych źródeł finansowania<sup>1</sup>.

Za najpowszechniej stosowaną formę pomiaru efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa uznaje się analizę wskaźnikową, przy pomocy której dokonuje się analizy kondycji finansowej podmiotu. Wskaźniki obliczyć można na podstawie danych rynkowych (giełdowych) odnoszących się do spółki akcyjnej i jej sprawozdań finansowych. Nie przyjęto zasadniczo w pełni jednolitej konwencji dotyczącej zestawu wskaźników, jak również danych księgowych wykorzystywanych w analizie rentowności przedsiębiorstw. Rentowność jednostki można określić jako relację wyniku finansowego i określonych wielkości bilansowych lub wynikowych. Mając na uwadze różnorodność podejść w tym zakresie, warto zadać pytanie o to, w jakim stopniu uwzględnienie wyniku całkowitego w szacowaniu rentowności

---

1 A. Sajnog, *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.

spółek giełdowych, co jest niezwykle rzadko stosowane w teorii i praktyce analizy finansowej, różnicuje ocenę ich efektywności ekonomicznej.

W rozdziale przedstawiono teoretyczne badania dotyczące istoty efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa, ze szczególnym uwzględnieniem kategorii rentowności jednostek, a także zaprezentowano bliżej różnorodne metody i ujęcia pomiaru tej efektywności. Zasadnicza część rozdziału dotyczy jednak prezentacji rezultatów badań empirycznych poświęconych ocenie wpływu pozostałego wyniku całkowitego na efektywność ekonomiczną spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych i przyczynowej analizie ich rentowności szacowanej przy udziale wyniku całkowitego. Badania te dotyczą głównie empirycznej weryfikacji hipotezy badawczej  $H_4$  zakładającej, że wartość pozostałego wyniku całkowitego, będąca różnicą między wartością wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto, nie wpływa w istotny sposób na rentowność spółek giełdowych w Polsce. W ilościowych badaniach empirycznych posłużono się zarówno analizą wskaźnikową i statystyczną, analizą piramidalną, jak również metodami: różnic cząstkowych i granicznej analizy danych DEA.

## 6.1. Efektywność ekonomiczna przedsiębiorstwa i metody jej pomiaru

Kategoria efektywności należy do najbardziej znanych w ekonomii i finansach oraz praktyce gospodarczej, jednakże niejednoznacznie pojmowanych i interpretowanych oraz w różny sposób wykorzystywanych w praktyce zarządzania. W naukach ekonomicznych przedmiotem szczególnego zainteresowania jest efektywność ekonomiczna, wywodząca się z zasady racjonalnego gospodarowania. Definiuje się ją najprościej jako relację otrzymanych efektów do nakładów poniesionych w celu ich uzyskania. Zagadnienie pomiaru efektywności ekonomicznej należy jednak do bardzo złożonych i trudnych problemów w teorii i praktyce oceny funkcjonowania oraz rozwoju przedsiębiorstw. Trudności te wynikają z istnienia różnorodnych celów, form i warunków działania tych podmiotów, odmiennych oczekiwań interesariuszy oraz zmieniających się koncepcji i praktyk. Wydaje się, że potrzeby praktyki gospodarczej, związane z jednej strony ze zróżnicowanym zakresem oceny efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa, z drugiej zaś z różnymi podmiotami prowadzącymi tę ocenę z perspektywy własnych interesów i oczekiwań, sprawiają, że pomiar i ocena efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa wymagają równoczesnego zastosowania wielorakich kryteriów oraz mierników.

### 6.1.1. Istota efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa

W definicji encyklopedycznej ujmuje się efektywność jako stosunek rezultatów do nakładów<sup>2</sup>. Pojęcie efektywności odnosi się najczęściej do zasady racjonalnego gospodarowania, sformułowanej w dwóch wariantach: wydajnościowym (maksymalizacja efektu) i oszczędnościowym (minimalizacja nakładu)<sup>3</sup>. W rozważaniach nad mającymi za cel uzyskanie tych wyników działaniami należy zwrócić uwagę na atrybut ich sprawności, łączący jednocześnie pojęcie efektywności ze skutecznością, korzystnością i ekonomicznością. Efektywność powiązana jest z takimi pojęciami jak: wydajność, produktywność, rentowność, racjonalność czy nawet celowość. W tym kontekście może być zatem rozumiana nie tylko jako relacja między nakładem a rezultatem, ale także umiejętność szybkiego przystosowania się do zmian, zdolność do realizowania strategii i urzeczywistniania celów czy też narzędzie pomiaru skuteczności oraz sprawności działania<sup>4</sup>.

Mając na uwadze różnorodność i niejednorodność w definiowaniu efektywności, wskazać można dwa kluczowe podejścia: celowościowe i systemowe, w dużym stopniu różniące się od siebie<sup>5</sup>. W pierwszym z nich uwagę skupia się na stopniu realizacji zamierzonych celów i utożsamia z angielskim terminem *effectiveness* (skuteczność, celowość), a w drugim – na stopniu wykorzystania zasobów, określanym jako *efficiency* (efektywność, sprawność, wydajność, ekonomiczność). Na dowód różnicy w pojmowaniu tych dwóch podejść można przytoczyć stwierdzenie, że „efektywność odnosi się do robienia rzeczy w odpowiedni sposób, natomiast skuteczność odnosi się do robienia właściwych rzeczy”<sup>6</sup>. W ścisłym ujęciu w teorii sprawnego działania efektywności odpowiada ekonomiczność. W rzeczywistości gospodarczej stanem pożądanym jest powiązanie skuteczności i ekonomiczności z korzystnością – „można bowiem działać skutecznie a nieekonomicznie, a także skutecznie i ekonomicznie szkodliwie lub działać na korzyść”<sup>7</sup>.

W literaturze przedmiotu obok różnych definicji wyróżniono także wiele kategorii efektywności. W teorii dominuje pojęcie efektywności organizacyjnej, określanej jako zdolność przedsiębiorstwa do „bieżącego i strategicznego przystosowania się do zmian w otoczeniu, a także produktywnego wykorzystania posiadanych zasobów

2 Por. J. Wojnowski (red. nac.), *Wielka encyklopedia PWN*, t. 8, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 53.

3 R. Matwiejczuk, *Efektywność – próba interpretacji*, „Przegląd Organizacji” 2000, nr 11, s. 27.

4 E. Skrzypek, *Efektywność działań w TQM – koszty jakości*, „Problemy Jakości” 1999, t. 31, nr 7, s. 11–12.

5 Por. M. Bielski, *Podstawy teorii organizacji i zarządzania*, C.H. Beck, Warszawa 2002, s. 109.

6 B. Clark, *Managerial Perceptions of Marketing Performance: Efficiency, Adaptability, Effectiveness and Satisfaction*, „Journal of Strategic Marketing” 2005, vol. 8, no. 1, s. 5.

7 E. Niedzielski, *Determinanty sprawnego działania w zarządzaniu*, „Zeszyt Naukowy Ekonomia i Zarządzanie. PWSZ we Włocławku” 2011, nr 1, s. 20.



do realizacji przyjętej struktury celów”<sup>8</sup>. Składowymi efektywności organizacyjnej są: efektywność gospodarowania (ekonomiczna) i efektywność pozaekonomiczna. Współczesne zarządzanie przedsiębiorstwem wymaga także włączenia do oceny sprawności zarządzania kryterium słuszności społecznej (efektywności społecznej)<sup>9</sup> i wartości dla klienta. Wskazuje się przy tym na potrzebę wyodrębnienia efektywności alokacyjnej (przyporządkowania zasobów zgodnie z preferencjami klientów), jak też cenowej (niskie ceny w zakresie pozyskiwania nakładów i/lub wysokie ceny w zakresie sprzedaży produktów)<sup>10</sup>. Ponadto, jak zaznacza Andrzej Jaki, można mieć do czynienia z wieloma niekonwencjonalnymi wymiarami efektywności: rzeczową, ekonomiczną, techniczno-produkcyjną, środowiskową, opartą na jakości, społeczną, etyczno-kulturową, a nawet behawioralną<sup>11</sup>.

Przedmiotem szczególnego zainteresowania w tej monografii jest wywodząca się z zasady racjonalnego gospodarowania efektywność ekonomiczna, definiowana w klasyczny sposób jako różnica między efektami a nakładami poniesionymi na ich uzyskanie. Może ona występować w ujęciu finansowym<sup>12</sup> i/lub produktywnościowym oraz dotyczyć pojedynczego przedsiębiorstwa (efektywność mikroekonomiczna) i/lub całej gospodarki (efektywność makroekonomiczna). W literaturze przedmiotu można znaleźć również określenie efektywności ekonomicznej ogólnej (*overall efficiency*), która mieści w sobie efektywność techniczną, produkcyjną (*technical efficiency*) i efektywność alokacyjną (*allocative efficiency*)<sup>13</sup>. Przeprowadzono dotychczas liczne badania nad efektywnością ekonomiczną w ujęciu technicznym i produkcyjnym, zaś zbyt mało uwagi poświęcono efektywności w ujęciu finansowym, zwłaszcza w zakresie oceny dochodów, kosztów itp.<sup>14</sup>.

Efektywność ekonomiczna jest kategorią wykorzystywaną przede wszystkim jako kryterium oceny działalności zarówno na poziomie całego przedsiębiorstwa, jak i w poszczególnych jego obszarach. Kategoria ta należy do właściwości przesądzających o istocie przedsiębiorstwa jako podmiotu gospodarującego, warunkując tym

8 E. Szymańska, *Efektywność przedsiębiorstw – definiowanie i pomiar*, „Roczniki Nauk Rolniczych” 2010, nr 97, z. 2, s. 156.

9 Por. S. Nowosielski, *Skuteczność i efektywność realizacji procesów gospodarczych*, [w:] T. Dudycz (red.), *Mikroekonomiczne aspekty funkcjonowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 2008.

10 Por. M. Szydło, *Konkurencja regulacyjna w prawie spółek*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2008; E. Szymańska, *op. cit.*

11 A. Jaki, *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Kraków 2012, s. 128.

12 Niekiedy przez efektywność finansową rozumie się po prostu różne rodzaje rentowności.

13 J. Aparicio, J.T. Pastor, J.L. Zofio, *How to Properly Decompose Economic Efficiency Using Technical and Allocative Criteria with Non-Homothetic DEA Technologies*, „European Journal of Operational Research” 2015, vol. 240, no. 3, s. 882.

14 M.C. Portela, *Value and Quantity Data in Economic and Technical Efficiency Measurement*, „Economics Letters” 2014, vol. 124, no. 1.

samym jego funkcjonowanie i determinując rozwój<sup>15</sup>. Efektywność ekonomiczna dotyczy zdolności do poprawiania pozycji rynkowej podmiotu i zwiększania jego wyników finansowych. Ponadto kierowanie się efektywnością ekonomiczną jako podstawą podejmowania decyzji w przedsiębiorstwie stanowi warunek maksymalizacji korzyści jego właścicieli<sup>16</sup>.

### 6.1.2. Mierniki efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw

Efektywność ekonomiczna przedsiębiorstwa, rozumiana jako wzajemna relacja między nakładami i wynikami, może być przedstawiana w odniesieniu do trzech podstawowych formuł efektywności jako:

- 1) różnica między efektami a nakładami (korzystność),
- 2) stosunek efektów do poniesionych nakładów (ekonomiczność),
- 3) iloraz różnicy między efektami a nakładami i poniesionych nakładów (stopa zwrotu).

Jeśli nakłady i wyniki można wyrazić w jednostkach mierzalnych, ich zestawienie umożliwia otrzymanie wskaźnika efektywności, pozwalającego na dokonanie oceny w porównaniu np. z określonym poziomem bazowym, planem lub efektywnością innych przedsiębiorstw. Mierniki efektywności oparte są na trzech podejściach<sup>17</sup>:

- wskaźnikowym – konstruowanie relacji między różnymi wielkościami (bazowanie na wskaźnikach rentowności, opłacalności, produktywności);
- parametrycznym – określanie zależności technicznej między nakładami a produkcją, przedstawiającej maksymalną ilość produktu, jaką można otrzymać przy określonym poziomie nakładów, np. metody SFA (*stochastic frontier approach*), TFA (*thick frontier approach*), DFA (*distribution free approach*);
- nieparametrycznym – wykorzystanie procedury programowania liniowego, np. metody DEA (*data envelopment analysis*) bądź FDH (*free disposal hull*)<sup>18</sup>.

Dotychczas wypracowano szereg wskaźników stosowanych w ocenie efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa pozwalających na prowadzenie analiz w bardzo szerokim zakresie. Spośród nich należy wymienić m.in. wskaźniki księgowe, finansowe czy rynkowe, które można wyrazić w ujęciu bezwzględnym i względnym (zob. tab. 6.1)<sup>19</sup>.

15 G. Osbert-Pociecha, *Relacja między efektywnością i elastycznością organizacji*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu” 2007, nr 1182.

16 S. Wrzosek, *Znaczenie efektywności ekonomicznej w procesach decyzyjnych przedsiębiorstw*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu” 2005, nr 1060, s. 459.

17 E. Szymańska, *op. cit.*, s. 159.

18 A. Charnes, W.W. Cooper, E. Rhodes, *Measuring the Efficiency of Decision-Making Units*, „European Journal of Operational Research” 1978, vol. 2, no. 6.

19 A. Jaki, *op. cit.*, s. 149.

**Tabela 6.1.** Przykładowe księgowe, finansowe i rynkowe mierniki efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa

		Symbol	Oznaczenie
KSIĘGOWE	bezwzględne	EBIT	zysk przed opodatkowaniem i zapłaceniem odsetek (zysk operacyjny)
		EBITDA	zysk przed opodatkowaniem i zapłaceniem odsetek oraz amortyzacją
		NOPAT	zysk operacyjny po opodatkowaniu
		EBITAAT	zysk przed zapłaceniem odsetek i amortyzacją, po opodatkowaniu
		EPS	zysk na jedną akcję
		względne	ROI
	ROA		rentowność aktywów
	ROS		rentowność sprzedaży
	ROE		rentowność kapitału własnego
	DFL		stopień dźwigni finansowej
	DOL		stopień dźwigni operacyjnej
	FINANSOWE	bezwzględne	FCF
FCFE			wolne przepływy pieniężne dla właścicieli
GCF			przepływy pieniężne brutto
DCF			zdyskontowane przepływy pieniężne
NPV			wartość bieżąca netto
CVA			gotówkowa wartość dodana
względne		IRR	wewnętrzna stopa zwrotu
		CFROI	gotówkowa stopa zwrotu
		WACC	średnioważony koszt kapitału
RYNKOWE	bezwzględne	EVA	ekonomiczna wartość dodana
		EVC	szacunkowa wartość kreowana
		MVA	rynkowa wartość dodana
		SVA	wartość dodana dla akcjonariuszy
	względne	TSR	całkowity zwrot dla akcjonariuszy
		VCI	indeks tworzenia wartości

**Źródło:** opracowanie własne za: A. Jaki, *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Kraków 2012, s. 150–154.

Wskaźniki księgowe są najpowszechniej stosowaną formą pomiaru efektywności w analizie wskaźnikowej. Skupiają się przede wszystkim na pomiarze rentowności na różnych poziomach wyniku finansowego, odnosząc ją np. do wartości sprzedaży, kapitału bądź aktywów. Wskaźniki finansowe z kolei bazują przede wszystkim na przepływach pieniężnych jako głównym parametrze oceny. Trzecia grupa wskaźników odnosi się do ujęcia rynkowego, umożliwiającego ocenę efektywności przedsiębiorstwa z punktu widzenia akcjonariuszy, czyli głównie na podstawie ceny rynkowej akcji.

Niewątpliwie najczęściej stosowanymi miarami efektywności są współczynniki rentowności, głównie z racji prostoty ich konstrukcji i interpretacji. Mają one jednak liczne ułomności i ograniczenia, m.in. kształtowane są przez politykę rachunkowości, koncentrują się na przeszłości, pomijają ryzyko, politykę dywidendową przedsiębiorstwa, zmiany wartości pieniądza w czasie oraz nakłady inwestycyjne, a także nie uwzględniają wpływu struktury i pełnego kosztu kapitału. Mierniki oparte na przepływach pieniądza z założenia eliminują związane ze stosowaniem różnych zasad rachunkowości niedoskonałości wskaźników księgowych, jednakże również nie pozbawione są mankamentów. Niektóre z nich, np. EVA lub CFROI, powstały w firmach konsultingowych wyjątkowo nachalnie je reklamujących, kreujących wręcz niekiedy okresowe mody, ponadto zdaniem Tadeusza Dudycza służą one często jedynie do pomiaru dokonań krótkookresowych<sup>20</sup>. Wycena rynkowa, uznawana z kolei za najbardziej obiektywną z punktu widzenia akcjonariuszy, jest uzależniona od sytuacji panującej na rynku kapitałowym, działań o charakterze spekulacyjnym czy określonej polityki inwestorów giełdowych. Przedstawione słabości miar wydają się mimo wszystko jednak czymś naturalnym, zwłaszcza w obliczu faktu, że utworzenie całościowego systemu pomiaru dokonań i efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw, odzwierciedlającego ich różnorodność, mnogość i złożoność mechanizmów kształtowania owej efektywności, jest niemożliwe. Do różnych celów potrzebne są bowiem odmienne mierniki i wskaźniki. Za słuszny można uznać pogląd Andrzeja Niemca, że najwyższe miejsce w rankingu istotności uzyskują te wskaźniki efektywności ekonomicznej, które najlepiej można wykorzystać w procesie zarządzania przedsiębiorstwem<sup>21</sup>. Według wyników badań ankietowych przeprowadzonych w 300 polskich przedsiębiorstwach (po 100 podmiotów z każdej z trzech klas wielkości – małych, średnich i dużych), mających za cel ocenę istotności danego wskaźnika w zarządzaniu, najwyższe oceny przyznano miernikom opisującym zysk netto, przychody ze sprzedaży i rentowność. W skali od 1 do 5 (gdzie 1 to nieistotny, a 5 – bardzo istotny) średnia ocen dla tych wskaźników wyniosła odpowiednio 3,47, 3,0 i 2,66. Znacznie niżej respondenci ocenili takie mierniki jak EBIT, EBITDA bądź EVA, którym wystawili oceny między 0,43 a 0,49<sup>22</sup>.

20 T. Dudycz, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005, s. 163–169.

21 A. Niemiec, *Istotność jako podstawowe kryterium selekcji kluczowych mierników dokonań (KPIs)*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2017, nr 472, s. 265.

22 *Ibidem*, s. 271.

### 6.1.3. Popularność nieparametrycznych metod oceny efektywności ekonomicznej

Poza stosowaniem współczynników rentowności w ocenie efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw obserwuje się wzrost zainteresowania parametrycznymi i nieparametrycznymi metodami, w tym m.in. DEA i SFA<sup>23</sup>. Szczególną uwagę w tej monografii poświęcono metodzie granicznej analizy danych<sup>24</sup> (DEA), która spopularyzowała się nie tylko wśród teoretyków, ale przede wszystkim wśród praktyków gospodarczych<sup>25</sup>. Jest ona coraz częściej stosowana w ocenie efektywności przedsiębiorstw za granicą, ale także w Polsce. Dotychczas pojawiło się wiele publikacji, w których zastosowano metodę DEA do oceny efektywności różnych podmiotów gospodarczych, m.in. elektrowni, szpitali, firm ubezpieczeniowych, uczelni, gospodarstw rolnych, spółek giełdowych, a także gałęzi przemysłu czy też do szacowania efektywności inwestycji na rynku akcji<sup>26</sup>. Najczęściej jednak stosuje się tę metodę w branży bankowej<sup>27</sup>.

Prezentację metody DEA uzasadnia nie tylko jej powszechne stosowanie w badaniach empirycznych, ale przede wszystkim kluczowe cechy, wyróżniające ją spośród innych metod badania efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw, w szczególności spółek giełdowych. Dzięki określaniu tzw. najlepszej praktyki (*best practice*), czyli

- 
- 23 H.W. Lampe, D. Hilgers, *Trajectories of Efficiency Measurement: A Bibliometric Analysis of DEA and SFA*, „European Journal of Operational Research” 2015, vol. 240, no. 1, s. 1, 12.
- 24 Inne polskie odpowiedniki to: analiza obwiedni danych, analiza otoczki danych bądź graniczna krzywa produkcji.
- 25 A. Varmaz, *Effizienzanalyse deutscher Banken mit Data Envelopment Analysis und Stabilitätsanalysen*, [in:] H.D. Haasich, H. Kopfer, J. Schönberger (hrsg.), *Operations Research Proceedings 2005*, Selected Papers of the Annual International Conference of the German Operations Research Society (GOR), Bremen, Germany, September 7–9, 2005, Springer-Verlag, Berlin–Heidelberg 2006, s. 235.
- 26 Por. J. Adamczyk, T. Nitkiewicz, *Programowanie zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007, s. 123; A. Kucharski, *Dynamika efektywności polskich funduszy otwartych inwestujących w akcje*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia” 2010, nr 44, cz. 2.
- 27 Por. A. Feruś, *Zastosowanie metody DEA do określania poziomu ryzyka kredytowego przedsiębiorstw*, „Bank i Kredyt” 2006, nr 7; A. Gospodarowicz (red.), *Analiza i ocena banków oraz ich oddziałów*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 2002; idem, *Procedury analizy i oceny banków*, NBP, Departament Analiz i Badań, Warszawa 2000; S. Hülsmann, M.L. Peters, *Data Envelopment Analysis im Bankgewerbe. Theorie und praktische Anwendung*, AV Akademikerverlag, Saarbrücken 2007; T. Kopczewski, *Efektywność technologiczna i kosztowa banków komercyjnych w Polsce w latach 1997–2000*, cz. 1, NBP, Departament Analiz i Badań, Warszawa 2000; M. Pawłowska, *Konkurencja i efektywność na polskim rynku bankowym na tle zmian strukturalnych i technologicznych*, NBP, Departament Komunikacji Społecznej, Warszawa 2005; G. Rogowski, *Analiza i ocena działalności banków z wykorzystaniem metody DEA*, „Bank i Kredyt” 1996, nr 9.

swego rodzaju benchmarku wartego naśladowania<sup>28</sup>, można odnaleźć najlepsze podmioty bądź branże i pokazać, w jakim stopniu inne są nieefektywne w porównaniu z tymi uznanymi za w pełni efektywne. Dodatkowymi argumentami przemawiającymi za zastosowaniem tej metody w szacowaniu efektywności spółek giełdowych są m.in.:

- 1) umożliwienie analizowania działalności przedsiębiorstw charakteryzującego się dużą liczbą nakładów i efektów;
- 2) niewymaganie rangowania nakładów i wyników, dzięki czemu eliminuje się subiektywny wpływ badacza na osiągnięte rezultaty;
- 3) niewymaganie sprawdzania zależności funkcyjnej między nakładami i efektami (nie ma potrzeby określania funkcji produkcji);
- 4) uwzględnianie różnych nakładów i wyników ujętych w różnych jednostkach, nie tylko pieniężnych;
- 5) wykrywanie skrajnie ekstremalnych wielkości, które w innych metodach mogą pozostać niezauważone ze względu na efekt uśredniania danych<sup>29</sup>.

Ponadto metoda DEA pozwala wyznaczyć tzw. martwe zasoby, niewpływające w istotnym stopniu na osiąganą efektywność ekonomiczną podmiotu<sup>30</sup>.

Za prekursorów metody DEA uchodzą Abraham Charnes, William Cooper i Edwardo Rhodes<sup>31</sup>, którzy w 1978 roku opracowali koncepcję mikroekonomicznej funkcji produktywności, zdefiniowanej pierwotnie w latach 50. XX wieku przez Gérarda Debreu i Michaela Farrella. Funkcja produktywności określona została jako relacja pojedynczego efektu (wyniku) do pojedynczego nakładu<sup>32</sup>:

$$p = \frac{y_r}{x_i}$$

gdzie:

- p – produktywność,
- $y_r$  – r-ty efekt (wynik),
- $x_i$  – i-ty nakład.

Przenosząc tak określoną miarę produktywności na sytuację wielowymiarową, Charnes, Cooper i Rhodes zaproponowali model pomiaru efektywności

28 Por. A. Varmaz, *op. cit.*, s. 235.

29 Por. G. Rogowski, *Analiza...*

30 E. Thanassoulis, *Introduction to the Theory and Application of Data Envelopment Analysis: A Foundation Text with Integrated Software*, Kluwer Academic Publishers, Norwell 2003, s. 227–250.

31 A. Charnes et al., *Fundations of DEA for Pareto-Koopmans Efficient Empirical Production Function*, „Journal of Econometrics” 1985, vol. 30, no. 1–2.

32 Por. G. Debreu, *The Coefficient of Recourse Utilization*, „Econometrica” 1951, vol. 19, no. 3; M.J. Farrell, *The Measurement of Productive Efficiency*, „Journal of the Royal Statistical Society” 1957, series A (general), vol. 120, no. 3.

technicznej<sup>33</sup>, okreśłany akronimem CCR<sup>34</sup>. Koncepcja pomiaru efektywności zastosowana w modelu CCR wykorzystuje jedną z najczęściej stosowanych technik, opisaną m.in. przez Rolfa Färe'a i in.<sup>35</sup>, według której, dysponując s-efektami i m-nakładami, efektywność można obliczyć z następującego równania<sup>36</sup>:

$$e = \frac{\sum_{r=1}^s u_r y_r}{\sum_{i=1}^m v_i x_i} = \frac{u_1 y_1 + u_2 y_2 + \dots + u_s y_s}{v_1 x_1 + v_2 x_2 + \dots + v_m x_m}$$

gdzie:

- $y_r$  – wartość efektu,
- $u_r$  – waga efektu,
- $x_i$  – wartość nakładu,
- $v_i$  – waga nakładu.

Miernik ten można inaczej określić jako iloraz ważonej sumy efektów do ważonej sumy nakładów<sup>37</sup>, gdzie m nakładów i s różnych efektów zostaje sprowadzonych do pojedynczych wielkości sumarycznego nakładu i sumarycznego efektu, które następnie wykorzystywane są przy obliczaniu wskaźnika efektywności obiektu<sup>38</sup>. Co ważne, model ten umożliwi praktyczny pomiar efektywności z wykorzystaniem wielu nakładów i wielu efektów.

Metoda DEA nie wymaga uprzedniej znajomości wag określających ważność poszczególnych nakładów i efektów, gdyż w trakcie obliczeń generowane są wagi maksymalizujące efektywność każdego obiektu<sup>39</sup>. Jest to metoda nieparametryczna, stąd w przeciwieństwie do parametrycznych metod badania efektywności nie wymaga także znajomości zależności funkcyjnej między nakładami i efektami. Ostatecznie

33 Wprowadzili je Debreu i Farrell, badając różnicę między stwierdzonym poziomem produkcji danego przedsiębiorstwa a granicą jego rzeczywistych możliwości produkcyjnych. Farrell jako pierwszy użył pojęcia efektywności technicznej danego obiektu i określił ją jako relację między produktywnością danego obiektu a produktywnością obiektu efektywnego. Por. G. Debreu, *op. cit.*; M.J. Farrell, *op. cit.*

34 M. Pawłowska, *op. cit.*, s. 22.

35 R. Färe et al., *Productivity Changes in Swedish Pharmacies 1980–1989: A Non-Parametric Malmquist Approach*, „Journal of Productivity Analysis” 1992, vol. 3, no. 1–2.

36 Por. N. Chambers, A. Cifter, *The Effect of Scale on Productivity: An Application of Data Envelopment Analysis*, [in:] J.K. Mantri (ed.), *Research Methodology on Data Envelopment Analysis (DEA)*, Universal-Publishers, Boca Raton 2008.

37 H. Dyckhoff, K. Allen, *Theoretische Begründung einer Effizienzanalyse mittels Data Envelopment Analysis (DEA)*, „Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung” 1999, Bd. 51, Hf. 5.

38 Y. Roll, Y. Hayuth, *Port Performance Comparison Applying Data Envelopment Analysis (DEA)*, „Maritime Policy and Management” 1993, vol. 20, no. 2.

39 W metodzie DEA obiekty określane są jako jednostki decyzyjne tzw. DMU (*decision making units*), zaś przedmiotem analizy jest efektywność, z jaką dana jednostka przekształca dane nakłady w określone efekty.

metoda ta umożliwiła przedstawienie różnych efektów w zależności od różnorodnych wariantów nakładów w formie tzw. krzywej efektywności (*production frontier* lub *best practice frontier*). W wypadku obiektów leżących na krzywej ich miara efektywności wynosi dokładnie 1, tym samym uważa się je za efektywne z punktu widzenia DEA. Dla obiektów leżących poniżej krzywej wielkość miary jest mniejsza niż 1 i wskazuje na poziom ich nieefektywności<sup>40</sup>. Na przykład miara efektywności DEA na poziomie 0,8 oznacza, że jednostka jest średnio o 20% mniej efektywna od jednostki efektywnej wykorzystującej taką samą ilość nakładów bądź efektów.

Model DEA może występować jako ukierunkowany na nakłady lub efekty (wyniki), choć można rozpatrywać także modele bez wyraźnego sprofilowania. Zatem w zależności od celu analizy i przyjętych założeń badawczych, metoda DEA daje możliwość obliczenia trojakiemu rodzaju miary efektywności:

- 1) zorientowanej na nakłady – celem jest zminimalizowanie określonych nakładów przy zachowaniu wyników na niezmiennym poziomie;
- 2) zorientowanej na efekty – celem jest zmaksymalizowanie wyników przy zachowaniu nakładów na niezmiennym poziomie;
- 3) niezorientowanej.

Drugim kryterium, jakie uwzględnia się przy tworzeniu modelu DEA, jest rodzaj efektów skali. W zależności od założeń modelu, istnieje możliwość estymacji miar efektywności w trzech wariantach, przy założeniu:

- 1) stałych efektów skali – model CRS (*constants returns to scale*), w literaturze oznaczony jako CCR – od nazwisk Charnesa, Coopera i Rhodesa;
- 2) zmiennych efektów skali – model VRS (*variable returns to scale*), w literaturze oznaczony jako BCC – od nazwisk Bankera, Charnesa i Coopera<sup>41</sup>;
- 3) nierosnących efektów skali – model NIRS (*non-increasing return to scale*), którego twórcami są Färe, Shawna Grosskopf i Knox Lovell<sup>42</sup> (zob. tab. 6.2).

Metoda DEA w pierwotnej wersji CCR doczekała się licznych modyfikacji, rozwinęć i zastosowań, wśród których można wymienić takie profile DEA jak:

- 1) SBM (*slack-based model*) – Charnes, Cooper, Boaz Golony, Lawrence Seiford, Joel Stutz<sup>43</sup>;
- 2) CEM (*cross-efficiency model*) – Thomas Sexton, Richard Silkman, Andrew Hogan<sup>44</sup>;

40 G. Debreu, *op. cit.*, s. 253–290.

41 R.D. Banker, A. Charnes, W.W. Cooper, *Some Models for Estimating Technical and Scale Inefficiencies in Data Envelopment Analysis*, „Management Science” 1984, vol. 30, no. 9.

42 Por. R. Färe, S. Grosskopf, C.A.K. Lovell, *The Measurement of Efficiency of Production*, Kluwer Academic Publishers, Boston 1985.

43 A. Charnes et al., *op. cit.*

44 T. Sexton, R. Silkman, A. Hogan, *Data Envelopment Analysis: Critique and Extensions*, [in:] R. Silkman (ed.), *Measuring Efficiency: An Assessment of Data Envelopment Analysis. New Directions for Program Evaluation*, Jossey-Bass, San Francisco 1986, s. 73–105.



- 3) MM (*multiplier model*) – Seiford, Robert Thrall<sup>45</sup>;
- 4) SE-DEA (*super-efficiency DEA*) – Per Andersen, Niels Petersen<sup>46</sup>;
- 5) NR-DEA (*non-radial DEA*) – Emmanuel Thanassoulis, Robert Dyson<sup>47</sup>;
- 6) CEP (*cross-efficiency profiling*) – John Doyle, Rodney Green<sup>48</sup>.

Tabela 6.2. Ogólna klasyfikacja modeli DEA

Modele DEA	Orientacja na nakłady	Orientacja na efekty	Bez orientacji
stałe efekty skali	model M_CRS (CCR)	model S_CRS (CCR)	model nieorientowany
zmiennie efekty skali	model M_VRS (BCC)	model S_VRS (BCC)	model multiplikatywny lub addytywny
niewzrastające efekty skali	model M_NIRS	model S_NIRS	-

**Źródło:** opracowanie własne za: A. Gospodarowicz (red.), *Analiza i ocena banków oraz ich oddziałów*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 2002, s. 62; A. Kleine, *DEA-Effizienz. Entscheidungs- und produktionstheoretische Grundlagen der Data Envelopment Analysis*, Deutscher Universitätsverlag, Wiesbaden 2002, s. 210.

Model CCR jest najczęściej stosowanym w praktyce badań empirycznych modelem DEA. Przeprowadzane na jego podstawie analizy ekonomiczne, organizacyjne czy społeczne dotyczą zazwyczaj ustalania efektywności i niekiedy benchmarków. W polskiej literaturze ekonomicznej metoda DEA, w klasycznym wariacie CCR, pierwotnie została zaprezentowana w pracach Grzegorza Rogowskiego i Marcina Gospodarowicza<sup>49</sup>, ale obecnie zajmują się nią także inni naukowcy<sup>50</sup>.

45 L.M. Seiford, R.A. Thrall, *Recent Developments in DEA: The Mathematical Programming Approach to Frontier Analysis*, „Journal of Econometrics” 1990, vol. 46, no. 1–2.

46 P. Andersen, N.C. Petersen, *A Procedure for Ranking Efficient Units in Data Envelopment Analysis*, „Management Science” 1993, vol. 39, no. 10.

47 E. Thanassoulis, R.G. Dyson, *Estimating Preferred Target Input-Output Levels Using Data Envelopment Analysis*, „European Journal of Operational Research” 1992, vol. 56, no. 1.

48 J. Doyle, R. Green, *Efficiency and Cross-Efficiency in DEA: Derivation, Meanings and Uses*, „Journal of Operational Research Society” 1994, vol. 45, no. 5.

49 G. Rogowski, *Metody analizy i oceny działalności banku na potrzeby zarządzania strategicznego*, Wydawnictwo WSB, Poznań 1999; M. Gospodarowicz, *Procedury...*

50 Zob. A. Domagała, *Postulat homogeniczności jednostek decyzyjnych w metodzie DEA. Sugestie teoretyczne a wyniki symulacji empirycznych*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu” 2007, nr 84; A. Feruś, *op. cit.*; A. Prędko, *Wykorzystanie dualnych programów liniowych w badaniu efektywności jednostek produkcyjnych metodą DEA*, „Przegląd Statystyczny” 2005, t. 52, nr 2.

Zgodnie z założeniami modelu DEA wielkości nakładów i efektów są większe lub równe zero, przy czym dla każdej jednostki decyzyjnej istnieje przynajmniej jeden nakład i jeden efekt większy od zera (nie ma samych zerowych nakładów i efektów). Uznać to można za jedno z ograniczeń związanych z wykorzystywaniem tej metody w praktyce. Wśród wad tej metody wymienia się także m.in. brak możliwości określenia właściwości statystycznych uzyskanych wyników, dużą wrażliwość na obserwacje nietypowe czy ateoretyczny charakter (brak parametrów funkcji produkcji).

## 6.2. Rentowność jako kluczowy wymiar efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw

Wynik finansowy, utożsamiany z pojęciem zysku (bądź straty), stanowi jednocześnie o rentowności przedsiębiorstwa<sup>51</sup>. Jest swego rodzaju miarą sprawności jednostki gospodarczej, obrazując zwrotność poniesionych nakładów w okresie obrachunkowym. Pokazuje wymierny rezultat nie tylko sprawności działania jednostki, ale także efektywności zarządzania finansami przez jej menedżerów.

Określenie pojęcia rentowności bądź zyskowności<sup>52</sup> nie jest zadaniem łatwym. Trudność ta wynika po pierwsze ze złożoności i odmienności kategorii definiujących rentowność, po drugie zaś z różnego postrzegania jej roli i znaczenia w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw. Jak podaje Dobija, w pojęciu rentowności mieści się wiele wyobrażeń dotyczących produktywności kapitału zainwestowanego w przedsiębiorstwo<sup>53</sup>. Takie postrzeganie rentowności przedsiębiorstwa może wynikać z faktu, że samo pojęcie rentowność pochodzi od słowa *renta*, czyli zysk, dochód lub procent z kapitału. Ogólnie rzecz biorąc, rentowność należy traktować jako miernik osiąganego dochodu z zainwestowanego kapitału bądź, przyjmując za Wiesławem Dębskim, jako zdolność przedsiębiorstwa do generowania zysku<sup>54</sup>. Lech Bednarski wskazuje z kolei, że rentowność w ogólnym pojęciu obejmuje zyskowność lub deficytowość. Zyskowność wiąże się z osiąganiem dodatniego wyniku finansowego,

51 A. Pieloch-Babiarz, A. Sajnog, *Analiza fundamentalna. Standing finansowy i wycena przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016, s. 99.

52 Z racji tego, że rentowność związana jest z wygospodarowywaniem zysków, potocznie zamiennie stosuje się określenia *rentowność* i *zyskowność*.

53 M. Dobija, *Rachunkowość zarządcza i controlling*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 271.

54 W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 96–99.

natomiast jej odwrotnością jest deficytowość, występująca w razie pojawienia się wyniku ujemnego<sup>55</sup>.

Na podstawie obszernego i wnikliwego badania etymologii pojęcia rentowności dokonanego przez Elżbietę Burzym należy wskazać, że rentowność to wartość wyniku finansowego odzwierciedlająca opłacalność działalności gospodarczej, która może być rozpatrywana jako opłacalność zużycia lub angażowania środków w ujęciu sumarycznym bądź cząstkowym<sup>56</sup>. Akcentując w większym stopniu analityczne, operacyjne podejście do pojmowania rentowności, można ją zdefiniować jako relację wyniku finansowego do danych wielkości bilansowych (np. aktywów, kapitałów) lub wynikowych (np. przychodów)<sup>57</sup>. Określa zatem skalę efektów wygenerowanych z określonych nakładów – aktywów, kapitałów, sprzedaży itp. Zdaniem autora rentowność to nie tylko zdolność przedsiębiorstwa do generowania zysku. Należy ją określić jako relację wyniku finansowego (efektu), liczonego na różnych poziomach działalności przedsiębiorstwa, do różnego rodzaju nakładów (aktywów, kapitałów, przychodów), wyrażającą efektywność ekonomiczną działań realizowanych w podmiocie. Przez zyskowność i deficytowość z kolei należy rozumieć relację odpowiednio dodatniego i ujemnego wyniku finansowego do określonych zasobów (nakładów).

Powiązanie kategorii rentowności z wynikiem finansowym (efektem ekonomicznym) wynika z przekonania, że jest on ostatecznym rezultatem działalności przedsiębiorstwa i podstawowym wskaźnikiem określającym efektywność ekonomiczną jego działalności. Odzwierciedla on nie tylko wynik, jaki uzyskano z inwestycji w przedsiębiorstwo, ale w sposób pośredni wskazuje na oddziaływanie struktury kapitałów jednostki i stosowaną przez nią strategię marketingową, produkcyjną oraz finansową<sup>58</sup>.

Z punktu widzenia właściciela jednostki gospodarczej rentowność jest tym miernikiem, który dostarcza informacji, czy dla osiągnięcia danego rezultatu opłacało się angażować zasoby w przedsiębiorstwo, czy też lepiej było zainwestować je w inny sposób<sup>59</sup>, co należy wiązać z kosztem alternatywnym. Rentowność przedsiębiorstwa jest jednym z najważniejszych syntetycznych mierników oceny działalności i zarazem najistotniejszych instrumentów zarządzania przedsiębiorstwem. Sumaryczny charakter tego miernika wynika zarówno z występowania w nim bardzo pojemnych kategorii marketingowych, produkcyjnych i finansowych, jak i związków

55 L. Bednarski, *Analiza rentowności przedsiębiorstwa*, [w:] idem i in., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, wyd. 6, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 2003, s. 59; idem, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, wyd. 4 zm., PWE, Warszawa 2007, s. 96.

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

57 M. Marcinkowska, *Ocena działalności instytucji finansowych*, Difin, Warszawa 2007, s. 264.

58 J. Duraj, A. Sajnog, *Rentowność kapitału własnego giełdowych spółek przemysłowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2011, s. 21.

59 K. Stępień, *Rentowność a wyplacalność przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2008, s. 91.

zachodzących między tymi kategoriami oraz wpływu różnych czynników ryzyka na wielkość tego miernika. Instrumentalne podejście do rentowności pozwala zwrócić także uwagę jej na motywacyjną i kontrolną funkcję w zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa. Nie chodzi tu jedynie o wskazanie na wielkość osiągniętego i/lub podzielonego zysku z jednej złotówki posiadanego kapitału czy aktywów, lecz także o sposoby realizacji tej rentowności<sup>60</sup>.

W literaturze poświęconej analizie finansowej wskazuje się, że rentowność (a tym samym deficytowość) można określać w wielkościach bezwzględnych lub względnych (relatywnych)<sup>61</sup>. W analizie tej klasycznie wykorzystuje się współczynnik rentowności, który stanowi relacja zysku do danej wielkości ekonomicznej<sup>62</sup>. Relację tę nazywa się często stopą zwrotu i wyraża w ujęciu procentowym. Szacując rentowność na podstawie współczynników rentowności, za niepoprawne należy uznać porównywanie wyniku finansowego przedsiębiorstwa (dane strumieniowe, za dany okres) z pozycjami bilansowymi prezentowanymi na dany dzień bilansowy (informacje statyczne). Dotyczy to w szczególności współczynnika rentowności aktywów RoA (*return on assets*) i rentowności kapitału własnego RoE (*return on equity*)<sup>63</sup>. Ten metodologiczny problem może być rozwiązany w trojaki sposób:

- a) wielkość bilansową można ująć jako stan średni w danym okresie,
- b) można ją wykazać z początek badanego okresu,
- c) można przyjąć stan na koniec okresu.

To drugie podejście jest dość rzadko prezentowane w literaturze przedmiotu i może być uznane za niekonwencjonalne. Jest ono zgodne z pojmowaniem rentowności jako miary efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa, czyli efektu osiągniętego w trakcie danego okresu obrachunkowego (zysku) w odniesieniu do nakładu, jaki poczyniono na początek tego okresu (majątku, kapitału itd.). Za odosobnione i dyskusyjne należy uznać trzecie podejście – Władysława Jelenia, uznającego, że do obliczeń współczynników rentowności należy przyjąć stan na koniec okresu, gdyż w trakcie działalności gospodarczej następuje np. wzrost wartości aktywów, które na koniec roku mogą być wyższe od stanu początkowego<sup>64</sup>. Podejście to jednak przeczy idei rentowności jako efektywności ekonomicznej, gdyż w takim układzie przedsiębiorstwo osiągałoby efekty w danym okresie, np. roku, z nakładów, jakie miało

60 J. Duraj, A. Sajnog, *op. cit.*, s. 11.

61 R.P. Preißler, *Betriebswirtschaftliche Kennzahlen. Formel, Aussagekraft, Sollwerte, Ermittlungsintervalle*, Oldenburg, München 2008, s. 12; K. Stępień, *op. cit.*, s. 36.

62 W. Gabrusewicz, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie*, PWE, Warszawa 2014; M. Jerzemowska i in., *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, wyd. 3 zm., PWE, Warszawa 2013; M. Marcinkowska, *Ocena...*

63 Podobny problem metodologiczny dotyczy stopy zwrotu z innych rodzajów kapitałów bądź aktywów, nie występuje zaś we współczynnikach rentowności sprzedaży RoS (*return on sales*), w których porównuje się dane strumieniowe.

64 Por. W. Jeleń, *Metodyka i narzędzia analizy finansowej w praktyce*, „Rachunkowość” 1998, nr 3, s. 139.

do dyspozycji dopiero na koniec roku. Klasyczne podejście do analizy rentowności z użyciem wartości średnich (niekiedy środkowych), ustalanych najczęściej jako średnia arytmetyczna z początku i końca roku obrotowego, jest zatem najbardziej słuszne. Rozwiązanie to, jak trafnie zaznacza Marcinkowska, jest znacznym uproszczeniem i o ile to możliwe średnia ta powinna być liczona dla większej liczby stanów, np. kwartalnych czy miesięcznych<sup>65</sup>.

Ocena rentowności przedsiębiorstwa na podstawie formuły współczynnika rentowności stwarza także konieczność odmiennej jej interpretacji wówczas, gdy pojawiają się w niej ujemne wartości licznika i/lub ujemne wartości mianownika, w szczególności ujemnej wartości kapitału własnego przy współczynniku RoE. Zaistnieć mogą bowiem trzy sytuacje:

- 1) ujemny wynik finansowy (licznik) przy dodatniej wartości kapitału własnego (mianownik),
- 2) ujemny wynik finansowy przy ujemnej wartości mianownika,
- 3) dodatni wynik finansowy przy ujemnej wartości mianownika.

Pierwsza możliwość jest oczywista, zbieżna z pojęciem deficytowości przedsiębiorstwa. Z kolei w dwóch następnych wariantach występują już trudności interpretacyjne. W drugim wypadku z matematycznego porównania otrzymuje się bowiem dodatnią wielkość współczynnika rentowności, której przedsiębiorstwo w ogóle nie osiąga. Taką relację straty finansowej do ujemnej wartości kapitału własnego można określić za pomocą współczynnika jednoczesnej deprecjacji ujemnej wartości kapitału własnego. Natomiast w wypadku wystąpienia ujemnej wartości kapitału własnego i dodatniego wyniku finansowego, interpretacja jest na tyle kłopotliwa, że Marcinkowska sugeruje wówczas nieliczenie w ogóle tego współczynnika<sup>66</sup>. Pogląd ten zdaniem autora jest jednak dyskusyjny, gdyż zmiany *in plus* oraz *in minus* zarówno straty finansowej, jak też ujemnej wartości kapitału własnego są odzwierciedleniem skali i stopnia nierentowności, czyli braku efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa. Co więcej, analiza tego typu relacji pozwala na ocenę zagrożenia jednostki upadłością czy też ocenę słabych stron jej działania.

Kolejną kwestią podnoszoną w odniesieniu do formuły współczynnika rentowności kapitału własnego jest zawartość mianownika, gdyż kapitał własny uwzględnia zysk. Niektórzy postulują, by pomniejszyć kapitał własny o wynik okresu, ale spotyka się także argumenty przeciwnie, tzn. wynik finansowy przez cały okres powiększa (lub pomniejsza) kapitał własny, zatem uzasadnione jest obliczanie zwrotu z pełnej kwoty kapitału<sup>67</sup>. W kontekście rozumienia zysku zgodnego z koncepcją zysku całkowitego, jako zmiany po stronie wartości kapitału własnego na koniec okresu sprawozdawczego względem jego wartości na początek tego okresu, pogląd ten jest tym słuszniejszy.

65 M. Marcinkowska, *Ocena...*, s. 263.

66 *Ibidem*, s. 268.

67 *Ibidem*.

### 6.3. Wpływ pozostałego wyniku całkowitego na efektywność ekonomiczną spółek giełdowych w Polsce

Jednoczesna prezentacja w sprawozdaniu z wyniku całkowitego, wyniku finansowego netto, pozostałego wyniku całkowitego i wyniku całkowitego, pozwala wyróżnić szereg możliwych wariantów kształtowania się tych mierników<sup>68</sup>. Na ich podstawie można ocenić ogólny kierunek wpływu pozostałego wyniku całkowitego na wyniki finansowe, wskazując na efektywność zarządzania zasobami wewnętrznymi przez kierownictwo jednostki i charakter zewnętrznego otoczenia, które może być sprzyjające lub destrukcyjne.

Oceniając możliwe warianty kształtowania się tych wyników na podstawie badania dotyczącego 205 spółek wykazujących w sprawozdaniach wartości pozostałego wyniku całkowitego, nie można jednoznacznie potwierdzić korzystnego bądź niekorzystnego wpływu OCI na kształtowanie się wyniku finansowego. Udział odnotowanych wariantów wskazujących na jego korzystny wpływ (wariant I, IV i V) w relacji do wariantów świadczących o niekorzystnej interakcji (wariant II, III i VI) wyniósł bowiem 49% do 51%. W ponad 78% przypadków korzystne okazały się zarówno wyniki netto, jak i wyniki całkowite (wariant I i II), co ogólnie świadczy o efektywności ekonomicznej w gospodarowaniu zasobami przez menedżerów tych jednostek (zob. tab. 6.3). Nieznacznie częściej spółki generowały zysk netto przy jednocześnie dodatnim wpływie czynników zewnętrznych reprezentowanych przez pozostały wynik całkowity, co skutkowało powiększeniem wypracowanego już zysku. Także korzystny wpływ OCI na kształtowanie wyniku całkowitego, ale rozumiany jako zmniejszenie strat netto bądź wręcz ich redukcja i generowanie zysku, odnotowano odpowiednio w 105 i dziesięciu badanych raportach finansowych.

**Tabela 6.3.** Wpływ OCI na wyniki finansowe badanych spółek w latach 2009–2018

Wariant	NI	OCI	CI	Rezultat wpływu pozostałego wyniku całkowitego	Liczba	Udział w %
1	2	3	4	5	6	7
I	+	+	+	korzystny (zwiększanie zysku)	469	39,4
II	+	-	+	niekorzystny (redukcja zysku)	460	38,7

68 Por. pkt 2.4.

Tabela 6.3 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7
III	+	-	-	niekorzystny (redukcja zysku i generowanie strat)	27	2,3
IV	-	+	+	korzystny (redukcja strat i generowanie zysku)	10	0,8
V	-	+	-	korzystny (zmniejszanie strat)	105	8,8
VI	-	-	-	niekorzystny (powiększanie strat)	118	9,9

**Źródło:** opracowanie własne.

W niemal 39% przypadków zaobserwowano z kolei redukcję zysku netto na skutek ujemnych wartości pozostałego wyniku całkowitego, choć jak widać ten niekorzystny wpływ okazał się być na tyle niewielki, że ostatecznie spółki zdołały wypracować dodatni wynik całkowity. Inny charakter niekorzystnego wpływu OCI, w wariantcie powiększania już wykazanych strat netto bądź redukcji zysku netto i generowania strat, zarejestrowano w wypadku odpowiednio 9,9% oraz 2,3% analizowanych sprawozdań finansowych.

Biorąc pod uwagę międzysektorową analizę efektu wpływu pozostałego wyniku całkowitego, nie można jednoznacznie wskazać jego głównego charakteru w analizowanych branżach, bowiem korzystny wpływ (warianty I, IV, i VI) odnotowano w 42–52% spółek, w zależności od sektora, zaś niekorzystny (warianty II, III i V) w 46–58% (zob. tab. 6.4). Najmniejsze zróżnicowanie zaobserwowano w wariantcie I, czyli w sytuacji dodatniego zarówno wyniku finansowego netto, pozostałego wyniku całkowitego, jak i wyniku całkowitego. Najmniej takich relacji miało miejsce w sektorze chemia i surowce, choć biorąc pod uwagę łącznie wariant I i II, dodatnie wyniki finansowe netto oraz wyniki całkowite notowano najczęściej w branży paliwa i surowce (85,8% przypadków), technologii (83,7%), a także w sektorze chemia i surowce (82,1%).

W sektorze ochrona zdrowia nie wystąpiła sytuacja jednoczesnej redukcji zysku i generowania strat (wariant III), natomiast dominującą branżą w tym zakresie były finanse, podobnie zresztą jak w obszarze zmniejszania strat (wariant V). Powiększanie strat (wariant VI) było z kolei najbardziej widoczne w sektorze ochrona zdrowia, gdzie tego typu relacje wystąpiły w ponad 22% analizowanych sprawozdań w wyniku całkowitego.

Tabela 6.4. Wpływ OCI na wyniki finansowe badanych spółek w podziale na sektory w latach 2009–2018

Sektor	Warianty											
	I		II		III		IV		V		VI	
	NI + OCI + CI +		NI + OCI - CI +		NI + OCI - CI -		NI - OCI + CI +		NI - OCI + CI -		NI - OCI - CI -	
	liczba	udział w %	liczba	udział w %	liczba	udział w %	liczba	udział w %	liczba	udział w %	liczba	udział w %
finanse	113	40,9	83	30,1	12	4,3	1	0,4	35	12,7	32	11,6
paliwa i energia	30	42,9	30	42,9	1	1,4	1	1,4	3	4,3	5	7,1
chemia i surowce	58	35,8	75	46,3	3	1,8	1	0,6	9	5,6	16	9,9
produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	137	39,3	147	42,1	5	1,4	3	0,9	28	8,0	29	8,3
dobra konsumpcyjne	44	41,1	39	36,5	3	2,8	0	0,0	9	8,4	12	11,2
handel i usługi	36	37,1	38	39,2	1	1,0	2	2,1	12	12,4	8	8,2
ochrona zdrowia	13	36,1	9	25,0	0	0,0	2	5,6	4	11,1	8	22,2
technologie	38	41,3	39	42,4	2	2,2	0	0,0	5	5,4	8	8,7

Źródło: opracowanie własne.



W warunkach zarówno korzystnego, jak i niekorzystnego wpływu pozostałego wyniku całkowitego na wyniki finansowe spółek giełdowych szczególnie wartościowe są badania dotyczące udziału wartości pozostałego wyniku całkowitego oraz poszczególnych jego komponentów w wyniku całkowitym. Na podstawie analizy średnich modułów relacji wartości pozostałego wyniku całkowitego względem wyniku całkowitego, należy podkreślić, że ważną rolę w kształtowaniu CI odgrywa OCI. Wykluczając najbardziej skrajne przypadki, gdy pozostały wynik całkowity był pięciokrotnie wyższy od wyniku całkowitego<sup>69</sup>, średni udział OCI w CI wyniósł 0,3, przy medianie o wartości 0,5. Udziały te były jednak w dużym stopniu zróżnicowane, o czym świadczy wielkość rozstępu na poziomie 4,8, odchyleniu standardowym i ćwiartkowym w wysokości odpowiednio 0,5 i 0,1 oraz towarzyszących im współczynnikach zmienności dla tych odchylen (zob. tab. 6.5).

**Tabela 6.5.** Statystyki opisowe wskaźnika OCI/CI za lata 2009–2018

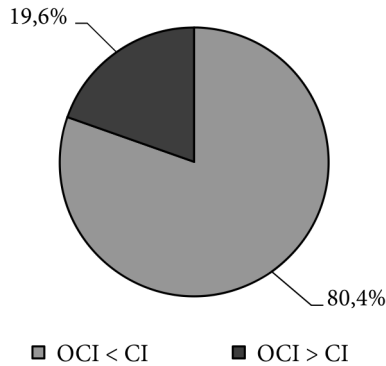
Wyszczególnienie	OCI/CI
średnia arytmetyczna	0,26
odchylenie standardowe	0,50
odchylenie ćwiartkowe	0,13
minimum	0,01
mediana	0,07
maksimum	4,77
współczynnik zmienności dla odchylenia standardowego (w %)	189,18
współczynnik zmienności dla odchylenia ćwiartkowego (w %)	0,01

**Źródło:** opracowanie własne.

Porównując wartości odchylen między CI a NI, można także zauważyć, że łącznie w niemal 20% przypadków pozostały wynik całkowity przewyższał wynik całkowity (zob. rys. 6.1), co świadczy o jego wyraźnie korzystnym wpływie na efektywność ekonomiczną badanych spółek. Co ciekawe, sytuacja taka najczęściej występowała w ostatnich objętych badaniem latach.

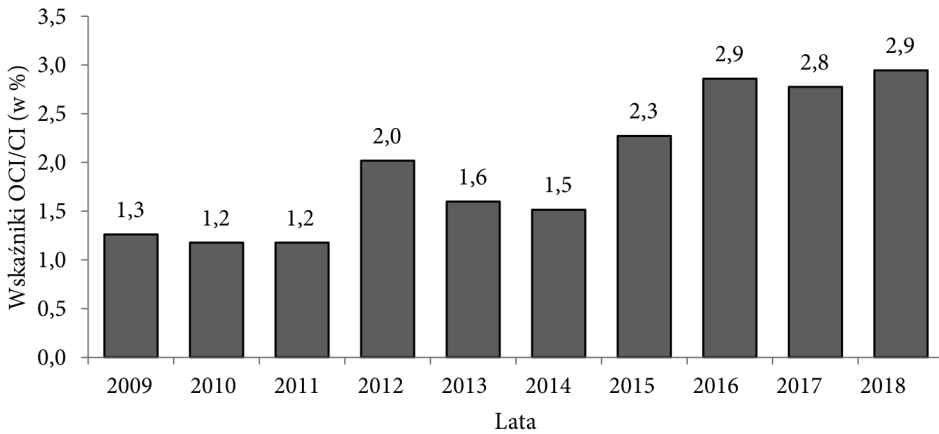
69 Dla odzwierciedlenia w większym stopniu rzeczywistych udziałów OCI w CI wykluczono z analizy te przypadki, w których badane relacje były wyższe niż 500%. Dotyczyło to dokładnie 15 obserwacji (7,3% badanej próby) dla 13 spółek, w tym: BEST w 2015 roku (841%), ELKOP w latach 2017–2018 (523% i 802%), ENERGOINS w 2009 (1665%), GRUPAAZOTY w 2013 roku (868%), MDIENERGIA w 2012 roku (507%), MENNICA w 2013 roku (765%), MUZA w 2013 roku (1198%), ORZBIAŁY w 2015 roku (1710%), PCCEXOL w 2011 roku (1377%), REGNON w 2011 roku (725%), SOHODEV w 2017 roku (1596%), UNIMA w 2018 roku (2000%) i URSUS w latach 2016–2017 (695% i 11750%).

Pomijając jednak sytuacje, gdy OCI było większe od CI, dla pozostałej próby (czyli ponad 80% przypadków) średnie udziały pozostałego wyniku całkowitego w wyniku całkowitym mieściły się w znacznie mniejszych granicach 1,2–2,9% (zob. rys. 6.2). Dla większości analizowanych odchyleń między OCI a CI nie można zatem jednoznacznie stwierdzić istotnego wpływu pozostałego wyniku całkowitego na efektywność ekonomiczną badanych spółek.



**Rysunek 6.1.** Struktura relacji między OCI a CI w badanej próbie w latach 2009–2018

**Źródło:** opracowanie własne.



**Rysunek 6.2.** Kształtowanie się średnich wskaźników OCI/CI w latach 2009–2018

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela 6.6.** Międzysektorowe porównanie średnich wskaźników OCI/CI w latach 2009–2018

Sektory	Średnia A* w %	Średnia B** w %
finanse	36,93	22,9
paliwa i energia	22,06	11,4
chemia i surowce	23,90	15,1
produkcja przemysłowa i budowlano- -montażowa	24,26	17,0
dobra konsumpcyjne	30,18	16,0
handel i usługi	17,08	14,0
ochrona zdrowia	19,60	12,6
technologie	8,59	6,9

\* obliczona dla przypadków po wykluczeniu udziałów OCI w CI większych niż 500%

\*\* obliczona dla przypadków, gdy OCI < CI

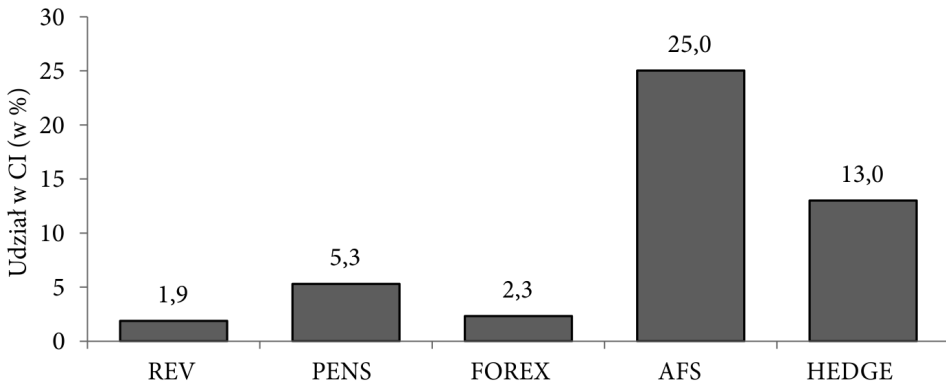
**Źródło:** opracowanie własne.

Mając na względzie branżowe zróżnicowanie odchyłeń między CI a NI, ich największe wielkości, po odrzuceniu skrajnych przypadków, w których badane udziały były wyższe niż 500%, odnotowano w sektorze finanse i dobra konsumpcyjne, zaś najmniejsze rozbieżności wystąpiły w branży technologie. Wielkości średnich modułów relacji wartości pozostałego wyniku całkowitego względem wyniku całkowitego w tych sektorach wyniosły odpowiednio 37%, 30% i 9% (zob. tab. 6.6).

Analizując wnikliwie wartości poszczególnych składników pozostałego wyniku całkowitego (REV, PENS, FOREX, AFS, HEDGE) względem wyniku całkowitego, należy wskazać na dwa kluczowe elementy wpływające w szczególny sposób na odchylenie między NI a CI, mianowicie zyski (straty) z tytułu przeszacowania składników aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży (AFS) i efektywną część zysków (strat) związanych z instrumentami zabezpieczającymi w ramach zabezpieczania przepływów pieniężnych (HEDGE) (zob. rys. 6.3).

Za precyzyjniejszą ocenę istotności pozostałego wyniku całkowitego można uznać statystyczne testowanie odchyłeń między wartościami wyniku finansowego netto a wyniku całkowitego. W tym celu posłużono się testem istotności różnic między rozkładami zmiennych NI i CI skalowanych średnią wartością aktywów całkowitych. Mając bowiem na uwadze fakt, że wyniki finansowe przedsiębiorstwa kojarzone są z pojęciem rentowności<sup>70</sup>, a ta z kolei z efektywnością ekonomiczną określonych nakładów (np. aktywów), użyte w powyższej analizie wartości poszczególnych wyników finansowych, czyli zarówno wyniku całkowitego, jak i wyniku netto, powinny być zdaniem autora skalibrowane wielkością majątku

70 Por. pkt 6.2.



**Rysunek 6.3.** Udział komponentów OCI w CI w latach 2009–2018

**Źródło:** opracowanie własne.

danej spółki. Takie podejście znajduje uzasadnienie w wykluczeniu możliwego wpływu skali prowadzonej działalności na wyniki finansowe jednostki<sup>71</sup>. W szczególności ma to znacznie w odniesieniu do analizy notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych spółek przynależących do różnych branż (sektorów), cechujących się, jak wynika z analiz przeprowadzonych w poprzednim rozdziale, znacznym międzysektorowym zróżnicowaniem wartości CI. Konieczność użycia dla potrzeb skalowania średniej wartości aktywów całkowitych jest z kolei wynikiem trudności w porównywaniu kategorii wynikowych (CI i NI) z kategoriami bilansowymi<sup>72</sup>. Ostatecznie w ramach procedury badawczej uzyskano dwa mierniki efektywności ekonomicznej będące współczynnikami rentowności aktywów całkowitych (RoA) liczone jako relacja wartości wyniku całkowitego bądź wyniku finansowego netto do średniej wartości aktywów całkowitych<sup>73</sup>, co można zapisać następująco:

$$RoA(CI) = \frac{CI}{A} \quad RoA(NI) = \frac{NI}{A}$$

71 B. Bratten, M. Causholli, U. Khan, *Usefulness of Fair Values for Predicting Banks' Future Earnings: Evidence from Other Comprehensive Income and its Components*, „Review of Accounting Studies” 2016, vol. 21, no. 1.

72 Por. pkt 6.2.

73 Wartość aktywów całkowitych autor utożsamia z sumą bilansową (kapitałem całkowitym) przedsiębiorstwa. Mając do dyspozycji roczne jednostkowe sprawozdania finansowe, średnią wartość aktywów całkowitych obliczono jako średnią arytmetyczną z początku i końca roku obrotowego (por. pkt 6.2). Na przykład średnia arytmetyczna w 2018 roku obejmowała wartości aktywów z bilansu danej spółki sporządzonego na 31 grudnia 2018 roku i 31 grudnia 2017 roku.

gdzie:

RoA(CI) – współczynnik rentowności aktywów całkowitych liczony na podstawie wyniku całkowitego,

RoA(NI) – współczynnik rentowności aktywów całkowitych liczony na podstawie wyniku finansowego netto,

CI – wartość wyniku całkowitego,

NI – wartość wyniku finansowego netto,

$\bar{A}$  – średnia wartość aktywów całkowitych.

Analizując uzyskane współczynniki rentowności aktywów całkowitych, należy podkreślić, że cechuje je duże zróżnicowanie, zarówno przy wykorzystaniu wyniku całkowitego, jak i wyniku netto. Świadczą o tym obliczone średnie wielkości współczynników rentowności RoA w poszczególnych sektorach (zob. tab. 6.7), gdzie tylko w ośmiu przypadkach spośród wszystkich 80 odchylenia między RoA(CI) a RoA(NI) były wyższe niż 0,01 (1%), jak również statystyki opisowe dla tych miar obliczone dla łącznej próby 205 spółek (zob. tab. 6.8).

**Tabela 6.7.** Średnie wielkości RoA(CI) i RoA(NI) w badanych sektorach w latach 2009–2018

Sektory		Lata									
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1		2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
finanse	RoA(CI)	0,031	0,048	0,012	0,236	0,031	-0,025	-0,016	0,022	-0,001	-0,088
	RoA(NI)	0,034	0,031	0,012	0,234	0,032	-0,026	-0,009	0,023	0,000	-0,096
paliwa i energia	RoA(CI)	0,045	0,055	0,052	0,051	0,045	0,028	0,019	0,068	0,071	0,035
	RoA(NI)	0,045	0,054	0,054	0,050	0,043	0,037	0,018	0,065	0,067	0,036
chemia i surowce	RoA(CI)	-0,126	0,056	0,315	0,040	0,065	0,073	0,152	0,105	0,157	0,149
	RoA(NI)	-0,185	0,071	0,315	0,037	0,070	0,077	0,153	0,107	0,150	0,153
produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	RoA(CI)	0,053	0,045	0,047	-0,003	0,014	0,004	0,030	0,019	-0,015	-0,011
	RoA(NI)	0,046	0,042	0,041	0,004	-0,004	0,008	0,024	0,016	-0,017	-0,008
dobra konsumpcyjne	RoA(CI)	0,064	0,093	0,034	0,048	0,064	0,056	0,065	0,052	0,018	-0,044
	RoA(NI)	0,054	0,093	0,038	0,045	0,062	0,056	0,065	0,052	0,015	-0,042
handel i usługi	RoA(CI)	-0,021	0,013	0,066	0,014	0,041	0,070	0,127	0,082	0,059	0,047
	RoA(NI)	-0,024	0,005	0,067	0,012	0,035	0,071	0,111	0,083	0,067	0,038

1		2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
ochrona zdrowia	RoA(CI)	-0,292	0,052	-0,059	-0,036	0,010	0,150	0,007	0,037	0,000	-0,006
	RoA(NI)	-0,292	0,052	-0,059	-0,036	0,009	0,079	-0,023	0,037	0,000	-0,005
technolo- gie*	RoA(CI)	0,032	0,068	0,124	-0,016	0,222	-0,026	0,050	-0,013	-0,099	0,195
	RoA(NI)	0,033	0,068	0,120	-0,020	0,222	-0,027	0,050	-0,012	-0,099	0,195

\* z analizy wyłączone nietypowe dane spółki COMPERIA, gdzie wielkości RoA(CI) i RoA(NI) w latach 2009–2010 wyniosły ponad 47 (4700%)

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela 6.8.** Statystyki opisowe RoA(CI) i RoA(NI) za lata 2009–2018

Wyszczególnienie	RoA(CI)	RoA(NI)
średnia arytmetyczna	0,083	0,081
odchylenie standardowe	1,544	1,541
odchylenie ćwiartkowe	0,037	0,036
minimum	-1,966	-3,102
mediana	0,030	0,028
maksimum	48,346	48,251
współczynnik zmienności dla odchylenia standardowego (w %)	1849,5	1903,5
współczynnik zmienności dla odchylenia ćwiartkowego (w %)	125,0	128,6
skośność	29,1	29,0
kurtoza	892,4	888,3
statystyka Shapiro-Wilka	0,055	0,055
<i>p-value</i> <sup>a</sup>	0,000	0,000

<sup>a</sup> prawdopodobieństwo statystyki testu *p-value* (*probability value*) oznacza „najostrzejszy poziom istotności, przy którym możemy odrzucić testowaną hipotezę na podstawie danych empirycznych, które posiadamy”; por. G. Trzpiot, *Rozważania o p-value*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2016, nr 304, s. 60

**Źródło:** opracowanie własne.

Podobnie jak w badaniu wartości bezwzględnych wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto, nie zaobserwowano ewidentnych różnic w zmienności rentowności aktywów całkowitych z wykorzystaniem tych dwóch wskaźników. Współczynnik zmienności dla odchylenia standardowego w wypadku RoA(NI) był nawet wyższy niż dla RoA(CI).

Analiza rozkładów badanych zmiennych wskazuje, że dalece odbiegają one od typowych rozkładów normalnych, o czym świadczą nie tylko obliczone miary kurtozy bądź skośności rozkładu, ale także wyniki testu Shapiro-Wilka stosowanego do weryfikacji hipotezy zakładającej normalność rozkładów badanych zmiennych. W analizie istotności OCI, rozumianej jako ocena wpływu pozostałego wyniku całkowitego na rentowność aktywów całkowitych (RoA) badanych spółek, zdecydowano się zatem wykorzystać jedną z metod nieparametrycznych – test rangowanych znaków Wilcozona<sup>74</sup>, przy użyciu różnic między medianami rozkładów zmiennych RoA(CI) i RoA(NI).

Na pierwszym etapie postępowania badawczego obliczono dla każdej ze spółek wykazujących wartości pozostałego wyniku całkowitego w swoich sprawozdaniach finansowych dwie zmienne odniesione do dziesięciolecia objętego badaniem:

- 1) odchylenie przeciętne (średnią modułów odchyień) dla rentowności aktywów całkowitych liczonej na podstawie wyniku całkowitego – devRoA(CI),
- 2) odchylenie przeciętne (średnią modułów odchyień) dla rentowności aktywów całkowitych liczonej na podstawie wyniku finansowego netto – devRoA(NI) (zob. zał. 5).

**Tabela 6.9.** Miary devRoA(CI) i devRoA(NI) w badanych sektorach w latach 2009–2018

Sektory	devRoA(CI)	devRoA(NI)
finanse	0,152	0,150
paliwa i energia	0,033	0,030
chemia i surowce	0,126	0,127
produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	0,076	0,078
dobry konsumpcyjne	0,059	0,058
handel i usługi	0,076	0,074
ochrona zdrowia	0,090	0,068
technologie*	0,119	0,118
średnia arytmetyczna (dla próby 205 spółek)	0,100	0,099
mediana (dla próby 205 spółek)	0,043	0,041

\* z analizy wyłączono nietypowe dane spółki COMPERIA, gdzie wielkości devRoA wyniosły ponad 15

**Źródło:** opracowanie własne.

Jak wynika z zawartych w tabeli 6.9 wielkości, odchylenia przeciętne współczynników rentowności aktywów całkowitych liczonych na podstawie wyniku całkowitego różniły się w badanych sektorach o 0,1–2,2 p.p. od tych szacowanych przy użyciu wyniku netto. Największe rozbieżności odnotowano w branży ochrona zdrowia.

74 F. Wilcoxon, *Individual Comparisons by Ranking Methods*, „Biometrics Bulletin” 1945, vol. 1, no. 6.

Uwzględniając wszystkie sektory, należy zauważyć, że mediana devRoA(CI) jest także nieco wyższa od devRoA(NI). By przeanalizować, czy różnice te są istotne statystycznie sprawdzono hipotezę zerową  $H_0$ , zgodnie z którą różnice median rozkładów devRoA(CI) i devRoA(NI) są równe 0, względem hipotezy alternatywnej  $H_1$ , zgodnie z którą różnice między odchyleniami przeciętnymi tych zmiennych są różne od 0.

Wyniki testu rangowanych znaków Wilcoxon'a przedstawione w tabeli 6.10 potwierdzają, że różnice median są istotne statystycznie przy przyjętym poziomie istotności 0,05 (*p-value* wyniosło 0,035). Oznacza to, że zmienność rentowności aktywów całkowitych liczona na podstawie wyniku całkowitego jest większa od zmienności tej rentowności szacowanej przy wykorzystaniu wyniku netto. Można z tego wnioskować, że różnicujące oba wyniki komponenty pozostałego wyniku całkowitego zwiększają zmienność rentowności aktywów RoA(CI).

**Tabela 6.10.** Wyniki testu rangowanych znaków Wilcoxon'a dla devRoA(CI) i devRoA(NI)

Wyszczególnienie	Wartość parametru	Statystyka	<i>p-value</i> *
devRoA(CI) i devRoA(NI)	42,365	2,106	0,035

\* statystyczna istotność na poziomie 0,05

**Źródło:** opracowanie własne.

Dopełnieniem oceny istotności wpływu pozostałego wyniku całkowitego na efektywność ekonomiczną jest analiza korelacji między wartościami OCI i CI, również z uwzględnieniem skali prowadzonej działalności, czyli skalibrowaniu tych miar względem wartości aktywów całkowitych. Analiza korelacji została dokonana przy użyciu współczynnika korelacji rang Spearmana ze względu na odrzucenie hipotezy dotyczącej normalności rozkładów analizowanych zmiennych. Sprawdzone więc hipotezę zerową  $H_0$  stwierdzającą, że współczynnik korelacji rang jest równy 0, względem hipotezy alternatywnej  $H_1$ , zgodnie z którą współczynnik ten jest różny od 0.

W pierwszej kolejności sprawdzono zmienność współczynnika rentowności aktywów całkowitych RoA(OCI), czyli liczonego na podstawie wartości pozostałego wyniku całkowitego. Zaprezentowane w tabeli 6.11 statystyki opisowe tego współczynnika wskazują na jego mniejsze zróżnicowanie względem RoA(CI) bądź RoA(NI). Świadczą o tym zarówno wartości rozstępu i odchyłeń standardowych, jak też wielkości współczynników zmienności.

**Tabela 6.11.** Statystyki opisowe RoA(OCI) za lata 2009–2018

Wyszczególnienie	RoA(OCI)
1	2
średnia arytmetyczna	0,004
odchylenie standardowe	0,068



Tabela 6.11 (cd.)

1	2
odchylenie ćwiartkowe	0,001
minimum	-0,605
mediana	0,000
maksimum	1,320
współczynnik zmienności dla odchylenia standardowego (w %)	1530,1
współczynnik zmienności dla odchylenia ćwiartkowego (w %)	-20 178,6

**Źródło:** opracowanie własne.

Rozpatrując międzysektorowe zróżnicowanie współczynnika RoA(OCI) w latach 2009–2018, warto podkreślić, że największe średnie wielkości tego miernika zaobserwowano w branży chemia i surowce oraz ochrona zdrowia, jednakże sektory te cechowały się również największą jego zmiennością w okresie objętym badaniem (zob. tab. 6.12). Porównywalnie wysokie współczynniki rentowności aktywów liczone dla pozostałego wyniku całkowitego odnotowano w branży produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa, ale ich zróżnicowanie było zdecydowanie najmniejsze.

Tabela 6.12. Średnie wielkości RoA(OCI) w badanych sektorach w latach 2009–2018

Lata Sektory	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
finanse	-0,006	0,029	0,001	0,003	-0,001	0,003	-0,011	-0,002	-0,002	0,014
paliwa i energia	0,002	0,002	-0,004	0,001	0,002	-0,010	0,001	0,003	0,004	-0,001
chemia i surowce	0,113	-0,028	0,000	0,006	-0,008	-0,005	-0,001	-0,003	0,009	-0,005
produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	0,016	0,005	0,015	-0,015	0,028	-0,007	0,008	0,004	0,003	-0,005
dobry konsumpcyjne	0,034	0,001	-0,009	0,007	0,003	0,000	-0,001	0,000	0,004	-0,002
handel i usługi	0,009	0,029	-0,006	0,004	0,011	0,000	0,020	-0,001	-0,010	0,012
ochrona zdrowia	0,001	0,000	0,000	-0,003	0,002	0,113	0,040	0,000	0,000	-0,003
technologie	0,033	0,011	0,006	0,005	0,001	0,002	0,001	-0,002	0,000	-0,001

**Źródło:** opracowanie własne.

Przeprowadzona analiza korelacji potwierdziła z kolei, że wielkości RoA(OCI) są dodatnio skorelowane z wielkościami RoA(CI), czego potwierdzeniem jest obliczony współczynnik korelacji rang Spearmana corr dla całej próby wynoszący 0,175 (zob. tab. 6.13). Co ważne, związek ten okazał się istotny statystycznie przy założonym poziomie istotności 0,05. W rezultacie można sformułować wniosek, że pozostały wynik całkowity jest korzystnie powiązany z efektywnością ekonomiczną spółek wyrażoną jako rentowność aktywów całkowitych, choć związek ten jest wyraźnie słaby<sup>75</sup>. Badając te zależności oddzielnie dla każdego z sektorów, stwierdzono, że w każdej z branż obliczone współczynniki korelacji były dodatnie, a w czterech z nich – finanse, paliwa i energia, ochrona zdrowia oraz technologie, odnotowano istotne statystycznie miary świadczące o słabej bądź z rzadka przeciętnej korelacji.

**Tabela 6.13.** Współczynniki korelacji między RoA(OCI) i RoA(CI)

Wyszczególnienie	corr
cała próba	0,175*
finanse	0,306*
paliwa i energia	0,265*
chemia i surowce	0,141
produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	0,066
dobry konsumpcyjne	0,170
handel i usługi	0,143
ochrona zdrowia	0,488*
technologie	0,276*

\* statystyczna istotność na poziomie 0,05

**Źródło:** opracowanie własne.

W ramach weryfikacji hipotezy badawczej  $H_4$ , dotyczącej wpływu pozostałego wyniku całkowitego na rentowność spółek giełdowych, badaniu poddano dodatkowo stopę zwrotu z kapitału własnego (RoE). Stanowi ona jeden z najważniejszych

<sup>75</sup> W badaniu związków korelacyjnych między wybranymi kategoriami przyjęto następujące założenia dla współczynnika korelacji (corr): |corr| = 0 – brak; 0 < |corr| < 0,1 – nikła; 0,1 ≤ |corr| < 0,3 – słaba; 0,3 ≤ |corr| < 0,5 – przeciętna; 0,5 ≤ |corr| < 0,7 – wysoka; 0,7 ≤ |corr| < 0,9 – bardzo wysoka; 0,9 ≤ |corr| < 1 – prawie pełna; |corr| = 1 – pełna korelacja. Przedstawiona skala jest umowna. W literaturze przedmiotu można znaleźć również inne skale. Por. A. Stanisławski, *Przystępny kurs statystyki z zastosowaniem STATISTICA PL na przykładach z medycyny*, t. 1, StatSoft Polska, Kraków 2006.

mierników efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa<sup>76</sup>, a niekiedy w analizie ekonomicznej nazywana jest wręcz „matką wszystkich wskaźników”<sup>77</sup>. Analogicznie jak w wypadku rentowności aktywów, rentowność kapitału własnego w ramach procedury badawczej obliczono jako relację wartości wyniku całkowitego bądź wyniku finansowego netto do średniej wartości kapitału własnego<sup>78</sup>, co można zapisać następująco:

$$RoE(CI) = \frac{CI}{\bar{E}} \quad RoE(NI) = \frac{NI}{\bar{E}}$$

gdzie:

- RoE(CI) – liczony na podstawie wyniku całkowitego współczynnik rentowności kapitału własnego,
- RoE(NI) – liczony na podstawie wyniku finansowego netto współczynnik rentowności kapitału własnego,
- CI – wartość wyniku całkowitego,
- NI – wartość wyniku finansowego netto,
- $\bar{E}$  – średnia wartość kapitału własnego.

Analizując uzyskane stopy zwrotu z kapitału własnego, należy podkreślić, że cechuje je większe zróżnicowanie niż rentowności aktywów całkowitych, zarówno liczonych z użyciem wyniku całkowitego, jak i wyniku finansowego netto. Świadczą o tym sporządzone statystyki opisowe (zob. tab. 6.14).

W przeciwieństwie do badania rentowności aktywów, wartości rozstępu, odchylenia standardowego, jak również obliczone wielkości współczynnika zmienności dla tego odchylenia okazały się wyższe dla rentowności kapitału własnego, szacowanej z użyciem wyniku finansowego netto.

Widoczne było także większe zróżnicowanie międzysektorowe współczynników RoE, gdyż aż w 19 spośród wszystkich 80 przypadków odchylenia między RoE(CI) a RoE(NI) były wyższe niż 0,01 (1%) (zob. tab. 6.15).

76 K. Berman, J. Knight, J. Case, *Financial Intelligence, Revised Edition: A Managers Guide to Knowing What the Numbers Really Mean*, Harvard Business Review Press, Boston 2013, s. 79; A. Damodaran, *Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications: Measurement and Implications*, „Social Science Research Network Electronic Journal” 2007, March 26; M. Krajewski, *Modele analityczne jako systemowe narzędzia oceny działalności gospodarczej przedsiębiorstw*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia” 2010, nr 44, cz. 2.

77 P. Gazzola, S. Amelio, *Is Total Comprehensive Income or Net Income Better for the Evaluation of Companies' Financial Performance?*, „Central European Review of Economic Issues” 2014, vol. 17, no. 1.

78 Mając do dyspozycji roczne jednostkowe sprawozdania finansowe, średnią wartość kapitału własnego obliczono analogicznie jak średnią wartość aktywów całkowitych (por. przyp. 73).

**Tabela 6.14.** Statystyki opisowe RoE(CI) i RoE(NI) za lata 2009–2018

Wyszczególnienie	RoE(CI)	RoE(NI)
średnia arytmetyczna	0,205	0,195
odchylenie standardowe	4,305	4,321
odchylenie ćwiartkowe	0,071	0,068
minimum	-34,325	-35,116
mediana	0,065	0,063
maksimum	116,376	116,376
współczynnik zmienności dla odchylenia standardowego (w %)	2101,9	2216,4
współczynnik zmienności dla odchylenia ćwiartkowego (w %)	109,0	107,5
skośność	21,6	21,2
kurtoza	546,6	534,0
statystyka Shapiro-Wilka	0,061	0,062
<i>p-value</i>	0,000	0,000

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 6.15.** Średnie wielkości RoE(CI) i RoE(NI) w badanych sektorach w latach 2009–2018

Lata		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
finanse	RoE(CI)	0,114	0,246	0,089	-0,193	0,087	0,323	0,048	-0,097	0,024	-0,132
	RoE(NI)	0,117	0,225	0,084	-0,204	0,090	0,316	0,061	-0,081	0,022	-0,158
paliwa i energia	RoE(CI)	0,072	0,082	0,066	0,088	0,068	0,023	0,047	0,155	0,126	0,054
	RoE(NI)	0,070	0,081	0,074	0,084	0,064	0,041	0,045	0,147	0,119	0,056
chemia i surowce	RoE(CI)	-0,229	0,078	0,427	0,067	0,095	0,100	0,158	0,148	-0,001	0,200
	RoE(NI)	-0,324	0,102	0,427	0,062	0,102	0,106	0,159	0,153	-0,012	0,206
produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa*	RoE(CI)	0,098	0,081	0,075	-0,448	-0,213	0,018	0,076	-0,045	0,191	0,103
	RoE(NI)	0,085	0,077	0,066	-0,440	-0,430	0,039	0,064	-0,050	0,186	0,111
dobra konsumpcyjne	RoE(CI)	0,141	0,184	0,080	0,131	0,158	0,132	0,147	0,146	0,036	-0,210
	RoE(NI)	0,125	0,182	0,088	0,127	0,153	0,132	0,149	0,146	0,031	-0,205

Tabela 6.15 (cd.)

1		2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
handel i usługi	RoE(CI)	0,097	0,107	0,171	0,085	0,110	0,057	-1,715	0,156	0,059	0,041
	RoE(NI)	0,090	0,091	0,175	0,083	0,100	0,060	-1,783	0,154	0,067	0,034
ochrona zdrowia	RoE(CI)	-0,362	0,136	-0,028	0,015	0,046	0,200	0,012	0,083	0,039	-0,016
	RoE(NI)	-0,363	0,136	-0,028	0,015	0,044	0,114	-0,025	0,082	0,039	-0,010
technologie*	RoE(CI)	0,126	0,167	0,175	-0,180	0,472	-0,030	0,026	0,087	-0,338	-0,167
	RoE(NI)	0,127	0,167	0,166	-0,168	0,472	-0,031	0,025	0,088	-0,338	-0,167

\* z analizy wyłączono nietypowe dane spółki REDWOOD w 2017 roku, REGNON w 2009 roku i COMPERIA w latach 2009–2010, gdzie wielkości RoE(CI) i RoE(NI) wyniosły ponad 60 (6000%)

**Źródło:** opracowanie własne.

Analiza rozkładów RoE potwierdziła także, że odbiegały one od rozkładów normalnych, czego dowodem są wielkości statystyk Shapiro-Wilka (por. tab. 6.14) i charakteryzowały się, podobnie jak RoA, prawostronną asymetrią (wydłużonym prawym ramieniem rozkładu zmiennych). Świadczą o tym obliczone wskaźniki skośności. Jest zatem wskazane, by posługiwać się również i w tym wypadku nieparametrycznymi testami statystycznymi.

Tabela 6.16. Miary devRoE(CI) i devRoE(NI) w badanych sektorach w latach 2009–2018

Sektory	Miary	devRoE(CI)	devRoE(NI)
finanse		0,254	0,254
paliwa i energia		0,062	0,056
chemia i surowce		0,223	0,227
produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa*		0,282	0,314
dobry konsumpcyjne		0,250	0,249
handel i usługi		0,463	0,470
ochrona zdrowia		0,130	0,102
technologie*		0,172	0,172
średnia arytmetyczna (dla próby 205 spółek)		0,257	0,266
mediana (dla próby 205 spółek)		0,080	0,073

\* z analizy wyłączono nietypowe dane trzech spółek – COMPERIA, REDWOOD i REGNON, gdzie wielkości devRoE wyniosły ponad 11

**Źródło:** opracowanie własne.

Podobnie jak w wypadku rentowności aktywów całkowitych, obliczono odchylenie przeciętne devRoE(CI) i devRoE(NI) (zob. zał. 5). Jak wynika z tabeli 6.16 odchylenia te różniły się w badanych sektorach o 0–3,2 p.p., ale nie zawsze na korzyść tych szacowanych przy użyciu wyniku netto. Odchylenie przeciętne devRoE(NI) było wyższe od devRoE(CI) w trzech branżach: chemia i surowce, produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa oraz handel i usługi. Biorąc pod uwagę łącznie wszystkie spółki poddane badaniu, należy zauważyć, że mediana odchyleń przeciętnych współczynników rentowności kapitału własnego liczonych na podstawie wyniku całkowitego w całej badanej próbie jest jednak nieco wyższa od tych, szacowanych przy użyciu wyniku finansowego netto.

**Tabela 6.17.** Wyniki testu rangowanych znaków Wilcoxon dla devRoE(CI) i devRoE(NI)

Wyszczególnienie	Wartość parametru	Statystyka	<i>p-value</i> *
devRoE(CI) i devRoE(NI)	46,269	0,987	0,323

\* statystyczna istotność na poziomie 0,05

**Źródło:** opracowanie własne.

Wyniki testu rangowanych znaków Wilcoxon przedstawione w tabeli 6.17 potwierdzają z kolei, że różnice median są nieistotne statystycznie przy przyjętym poziomie istotności 0,05. Nie można zatem stwierdzić, że zmienność rentowności kapitału własnego liczona na podstawie wyniku całkowitego jest większa od zmienności tej rentowności szacowanej przy wykorzystaniu wyniku finansowego netto.

Obliczone statystyki opisowe współczynnika rentowności kapitału własnego RoE(OCI), czyli liczonego na podstawie wartości pozostałego wyniku całkowitego, wskazują na mniejsze jego zróżnicowanie względem RoE(CI) bądź RoE(NI). Po odrzuceniu 25% najmniejszych i 25% największych wartości badanej zmiennej różnice te były już wyraźne, o czym świadczy wielkość współczynnika zmienności dla odchylenia ćwiartkowego (zob. tab. 6.18).

**Tabela 6.18.** Statystyki opisowe RoE(OCI) za lata 2009–2018

Wyszczególnienie	RoE(OCI)
1	2
średnia arytmetyczna	0,017
odchylenie standardowe	0,330
odchylenie ćwiartkowe	0,003
minimum	-0,827
mediana	0,000

Tabela 6.18 (cd.)

1	2
maksimum	10,418
współczynnik zmienności dla odchylenia standardowego (w %)	1938,0
współczynnik zmienności dla odchylenia ćwiartkowego (w %)	-18 975,0

**Źródło:** opracowanie własne.

Analizując międzysektorowe zróżnicowanie współczynnika RoE(OCI) w latach 2009–2018, można zauważyć, że największe średnie wielkości tego miernika zaobserwowano w branży produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa, charakteryzującej się także największą jego zmiennością w okresie objętym badaniem (zob. tab. 6.19). Podobnie wysokie współczynniki rentowności kapitału własnego liczone dla pozostałego wyniku całkowitego odnotowano w branży handel i usługi oraz ochrona zdrowia, ale ich zróżnicowanie było znacznie mniejsze.

Tabela 6.19. Średnie wielkości RoE(OCI) w badanych sektorach w latach 2009–2018

Sektory \ Lata	Lata										
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
finanse	-0,006	0,035	0,008	0,015	-0,005	0,014	-0,020	-0,025	0,003	0,045	
paliwa i energia	0,004	0,003	-0,010	0,004	0,004	-0,021	0,002	0,008	0,007	-0,002	
chemia i surowce	0,182	-0,046	0,001	0,011	-0,011	-0,008	-0,002	-0,006	0,013	-0,007	
produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	0,030	0,008	0,023	-0,019	0,331	-0,034	0,018	0,007	0,005	-0,011	
dobry konsumpcyjne	0,056	0,006	-0,019	0,008	0,009	0,000	-0,002	0,001	0,006	-0,009	
handel i usługi	0,020	0,059	-0,013	0,010	0,020	-0,004	0,088	0,003	-0,010	0,008	
ochrona zdrowia	0,005	0,000	0,000	-0,003	0,004	0,138	0,049	0,002	0,001	-0,008	
technologie	0,080	0,016	0,013	-0,016	0,001	0,002	0,001	-0,002	-0,001	-0,001	

**Źródło:** opracowanie własne.

Przeprowadzona analiza korelacji wykazała natomiast, że wielkości RoE(OCI) są dodatnio skorelowane z wielkościami RoE(CI), czego potwierdzeniem jest obliczony współczynnik korelacji rang Spearmana corr dla całej próby wynoszący 0,209 (zob. tab. 6.20). Związek ten okazał się istotny statystycznie przy założonym poziomie istotności 0,05.

**Tabela 6.20.** Współczynniki korelacji między RoE(OCI) i RoE(CI)

Wyszczególnienie	corr
cała próba	0,209*
finanse	0,371*
paliwa i energia	0,247*
chemia i surowce	0,168
produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	0,067
dobry konsumpcyjne	0,175
handel i usługi	0,147
ochrona zdrowia	0,532*
technologie	0,243*

\* statystyczna istotność na poziomie 0,05

**Źródło:** opracowanie własne.

Można zatem wnioskować, że pozostały wynik całkowity jest korzystnie powiązany ze stopą zwrotu z kapitału własnego, stanowiącą zasadniczy miernik efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa, natomiast zależność ta jest wyraźnie słaba. Obserwując te zależności oddzielnie dla każdego sektora, w każdej branży, podobnie jak w wypadku stopy zwrotu z aktywów całkowitych, obliczone współczynniki korelacji były dodatnie, a w czterech z nich – finanse, paliwa i energia, technologie oraz ochrona zdrowia, odnotowano istotne statystycznie miary świadczące o słabej, przeciętnej, a nawet w wypadku tego ostatniego sektora wysokiej korelacji między badanymi zmiennymi.

Przeprowadzona analiza wpływu pozostałego wyniku całkowitego na rentowność badanych spółek giełdowych w Polsce nie dostarczyła przekonujących i jednoznacznych rezultatów, które w pełni potwierdziłyby stawianą hipotezę badawczą  $H_4$  przyjmującą, że wartość pozostałego wyniku całkowitego, będąca różnicą między wartością wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto, nie wpływa w istotny sposób na rentowność tych spółek. Analiza korelacji potwierdziła istotne związki o korzystnym charakterze między kategorią OCI a miernikami efektywności ekonomicznej RoA i RoE. Z obserwacji odchyień między OCI a CI, a także miar różnicowania współczynników rentowności liczonych przy użyciu wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto nie można jednak wnioskować o przewadze tej pierwszej kategorii nad drugą. Wyniki testu rangowanych znaków Wilcoxon'a potwierdziły tylko połowicznie, że zmienność miar efektywności ekonomicznej liczonej na podstawie wyniku całkowitego jest większa od szacowanej przy wykorzystaniu wyniku netto.

Uzyskane niejednoznaczne rezultaty badań są w pewnej mierze zbieżne z wynikami analiz empirycznych przeprowadzonych na innych rynkach. Na przykład



z analizy wariantów kształtowania się wyniku finansowego netto, pozostałego wyniku całkowitego i wyniku całkowitego 160 spółek notowanych na włoskiej giełdzie papierów wartościowych wynika, że wpływ OCI na wynik całkowity był także zróżnicowany, gdyż w 70 jednostkach odnotowano niekorzystny wpływ (w tym w 42 redukcję wypracowanego zysku), zaś w 66 przedsiębiorstwach pozostały wynik całkowity oddziaływał korzystnie (w tym w 41 zwiększenie zysku). Analiza współczynników RoE i EPS, obliczanych przy użyciu wartości wyników całkowitych, pokazała również, że wpływ pozostałego wyniku całkowitego na rentowność włoskich spółek giełdowych był wielokierunkowy. Dla 66 przedsiębiorstw OCI miał niekorzystny wpływ, natomiast dla 69 rezultat był korzystny<sup>79</sup>. Aczkolwiek inne rezultaty badań potwierdzają skądinąd korzystny wpływ OCI na rentowność przedsiębiorstw, szczególnie w okresie recesji na rynku<sup>80</sup>.

Pomimo zróżnicowanych rezultatów badań przeprowadzonych na polskim rynku, w zarządzaniu finansami spółek giełdowych nie należy zdaniem autora ignorować znaczenia pozostałego wyniku całkowitego dla oceny efektywności ekonomicznej tych podmiotów. Szczególnej wagi nabiera bowiem ocena zmienności rentowności jednostki związana chociażby z odzwierciedlaniem zmian CI wynikających z wahań cen rynkowych. Jak wynika z przeprowadzonych na rynku polskim badań, głównymi komponentami pozostałego wyniku całkowitego są zyski (straty) z tytułu przeszacowania składników aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży (AFS) i efektywna część zysków (strat) związanych z instrumentami używanymi w ramach zabezpieczenia przepływów pieniężnych. Kategorie te odzwierciedlają podejście spółki do wyceny wartości poszczególnych składników majątku, ale są także rezultatem stosowania określonych strategii hedgingowych pozwalających na rekompensatę poniesionych strat na rynku kasowym zyskiem z kontraktów futures<sup>81</sup>, co powinno stanowić przedmiot zainteresowania użytkowników sprawozdań finansowych, w tym inwestorów. Kategoria wyniku całkowitego i jego komponentów odzwierciedlać powinna nie tylko efektywność ekonomiczną spółki<sup>82</sup>, ale w dalszej kolejności warunkować jej ceny na rynku, czego adekwatnym odzwierciedleniem jest jakość tych informacji wykorzystywanych przez inwestorów<sup>83</sup>. Analiza zależności między wynikiem całkowitym a wartością rynkową stanowi przedmiot badań zaprezentowanych w rozdziale siódmym.

79 O. Ferraro, *Comprehensive Income in Italy: Reporting Preferences and Its Effects on Performance Indicators*, „Journal of Modern Accounting and Auditing” 2011, vol. 7, no. 12, s. 1321–1323.

80 F.S. Fernandez, M.M.C. Arana, *Effects of Comprehensive Income on ROE in a Context of Crisis: Empirical Evidence for IBEX-35 Listed Companies (2004–2008)*, „International Business & Economics Research Journal” 2010, vol. 9, no. 1.

81 W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, wyd. 6 zm., Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2014, s. 353–354.

82 M. Hung, K.R. Subramanyam, *Financial Statement Effect of Adopting International Accounting Standards: The Case of Germany*, „Review of Accounting Studies” 2007, vol. 12, no. 4.

83 M.E. Barth, W.H. Beaver, W.R. Landsman, *Value-Relevance of Banks' Fair Value Disclosures under SFAS No. 107*, „The Accounting Review” 1996, vol. 71, no. 4.

## 6.4. Wynik całkowity na tle determinant efektywności ekonomicznej spółek giełdowych

W operacyjnej ocenie efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw, w szczególności z wykorzystaniem syntetycznych mierników rentowności jakimi są RoA bądź RoE, można posłużyć się dezagregacją współczynników m.in. przy pomocy analizy piramidalnej. Argumentem przemawiającym za użyciem takiego podejścia w badaniach jest fakt, że stosowanie w analizie ekonomicznej wyłącznie zagregowanego współczynnika rentowności nie wyjaśnia jej wszystkich szczegółowych determinant. Niektórzy autorzy uznają nawet, że interpretacja szczegółowych zjawisk na podstawie syntetycznego miernika RoE jest praktycznie niemożliwa<sup>84</sup>. Zastosowanie układu piramidalnego pozwala nie tylko na ocenę wzajemnego oddziaływania poszczególnych współczynników cząstkowych, ale przede wszystkim na analizę najistotniejszych determinant kształtujących efektywność ekonomiczną, zarówno w ujęciu *ex post*, jak i *ex ante*<sup>85</sup>.

Najczęściej wykorzystywanym narzędziem do czynnikowego badania efektywności ekonomicznej wyrażanej w postaci współczynników rentowności jest model Du Ponta (*Du Pont system of financial control*)<sup>86</sup>, nazywany także piramidą Du Ponta. Podejście zakłada ujmowanie danych pochodzących ze sprawozdań finansowych przedsiębiorstwa w synoptyczne wskaźniki wyjaśniające kształtowanie się współczynników rentowności, np. RoA czy RoE. Za twórcę owej piramidy uznaje się Franka Browna, inżyniera zatrudnionego w firmie DuPont, który w 1918 roku jako pierwszy wykazał, że rentowność sprzedaży netto (RoS) i obrotowość aktywów całkowitych (TAT) kształtują współczynnik rentowności aktywów całkowitych (RoA), co można zapisać następująco<sup>87</sup>:

$$RoA = \frac{NI}{A} = \frac{NI}{S} \times \frac{S}{A} = RoS \times TAT$$

84 J. Duraj, *Analiza ekonomiczna w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1993, s. 42.

85 L. Bednarski, *Analiza finansowa...*, s. 120–122.

86 T.J. Liesz, S.J. Maranville, *Ratio Analysis Featuring the DuPont Method: An Overlooked Topic in the Finance Module of Small Business Management and Entrepreneurship Courses*, „Small Business Institute Journal” 2008, vol. 1, no. 1, s. 18.

87 R.G. Blumenthal, *Tis the Gift to be Simple: Why the 80-year-old DuPont Model Still has Fans*, „CFO Magazine” 1998, vol. 1, s. 1–3; B. Pomykałski, P. Pomykałski, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 100.

gdzie:

RoS (*return on sales*) – współczynnik rentowności sprzedaży,  
 TAT (*total asset turnover*) – współczynnik obrotowości aktywów całkowitych,  
 S – wartość przychodów ze sprzedaży,  
 pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Z kolei współczynnik rentowności aktywów całkowitych i struktura kapitału (zadłużenie) kształtują współczynnik rentowności kapitału własnego RoE, co można wyrazić tak:

$$RoE = \frac{NI}{E} = \frac{NI}{A} \times \frac{A}{E} = \frac{NI}{S} \times \frac{S}{A} \times \frac{A}{E} = RoS \times TAT \times CM$$

gdzie:

CM (*capital multiplier*) – mnożnik kapitałowy (kapitału),  
 pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Ten trójczynnikiowy model Du Ponta był przedmiotem wielu rozszerzeń i modyfikacji za sprawą konieczności uwzględnienia w bardziej adekwatny sposób wpływu innych czynników na rentowność kapitału własnego, m.in. dźwigni finansowej<sup>88</sup>, odsetek od kapitałów obcych oraz efektu podatku dochodowego<sup>89</sup>, zdarzeń nadzwyczajnych<sup>90</sup>, pozostałej działalności operacyjnej, rentowności sprzedaży na poziomie pozostałej działalności operacyjnej, przychodów i kosztów finansowych czy też wpływu kosztów sprzedaży oraz ogólnego zarządu. W rezultacie powstawały modele cztero-, pięcio-, a nawet dziewięcioczynnikowe<sup>91</sup>. W obliczu mnogości ujęć analizy piramidalnej model trójczynnikiowy wciąż pozostaje najbardziej znaną i najczęściej wykorzystywaną w analizie rentowności kapitału własnego koncepcją, a wśród zalet tego podejścia wymienia się m.in. argumenty takie jak<sup>92</sup>:

- model Du Ponta jest źródłem oceny bieżącej działalności gospodarczej przedsiębiorstwa w porównaniu z okresami wcześniejszymi i tworzenia przyszłej działalności z punktu widzenia stawianych prognoz dotyczących stanu finansowego przedsiębiorstwa w następnych latach;

88 G.M. Boyd, *Some Suggestions for a „New and Improved” Du Pont Model*, „Journal of Financial Education” 1989, Fall, s. 29–32.

89 G. Hawawini, C. Viallet, *Finance for Executives*, South-Western College Publishing, Boston 1999.

90 Obecnie, zgodnie z UoR, w rachunku wyników nie są już prezentowane kategorie zysków i strat nadzwyczajnych.

91 W. Sibilski, *Zmodyfikowane modele Du Pont do analizy rentowności polskich przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2013, nr 64, t. 1.

92 M. Jerzemowska i in., *Analiza...*, s. 126–127; M. Marcinkowska, *Ocena...*, s. 288; M. Krajewski, *Wykorzystanie modelu Du Ponta w ocenie działalności gospodarczej przedsiębiorstwa*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2008, nr 9 (1209), s. 95.

- podejście trójczynnikowe na podstawie piramidy Du Ponta jest nie tylko przydatne w analizie *ex post* (np. czym spowodowany był spadek rentowności kapitału własnego i co miało na to największy wpływ), ale przede wszystkim stanowi ważne narzędzie analizy *ex ante* (jak rentowność kapitału własnego zareaguje na wzrost/spadek danej wielkości);
- analiza piramidalna jest sposobem na zidentyfikowanie obszarów potencjalnie niebezpiecznych lub niewłaściwie zarządzanych, jest metodą badawczą ukierunkowaną na znalezienie kluczowych obszarów dla poprawy wyników działania przedsiębiorstwa<sup>93</sup>.

Mając na względzie powyższe argumenty, w badaniu efektywności ekonomicznej spółek giełdowych przy udziale wyniku całkowitego wykorzystano trójczynnikowy model Du Ponta przyjmujący postać:

$$RoE(CI) = \frac{CI}{\bar{E}} = \frac{CI}{\bar{A}} \times \frac{\bar{A}}{\bar{E}} = \frac{CI}{S} \times \frac{S}{\bar{A}} \times \frac{\bar{A}}{\bar{E}} = RoS(CI) \times TAT \times CM$$

gdzie:

RoS(CI) – współczynnik rentowności sprzedaży liczony na podstawie wyniku całkowitego<sup>94</sup>,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

W analizie piramidalnej RoE(CI) warto uwzględnić także podział wyniku całkowitego na dwie główne składowe – wynik finansowy netto (NI) i pozostały wynik całkowity (OCI), w celu zweryfikowania oddzielnego wpływu tych kategorii na efektywność ekonomiczną spółek giełdowych, co można zapisać następująco:

$$RoE(CI) = RoA(CI) \times CM = [RoA(NI) + RoA(OCI)] \times CM = \left( \frac{NI}{\bar{A}} + \frac{OCI}{\bar{A}} \right) \times \frac{\bar{A}}{\bar{E}}$$

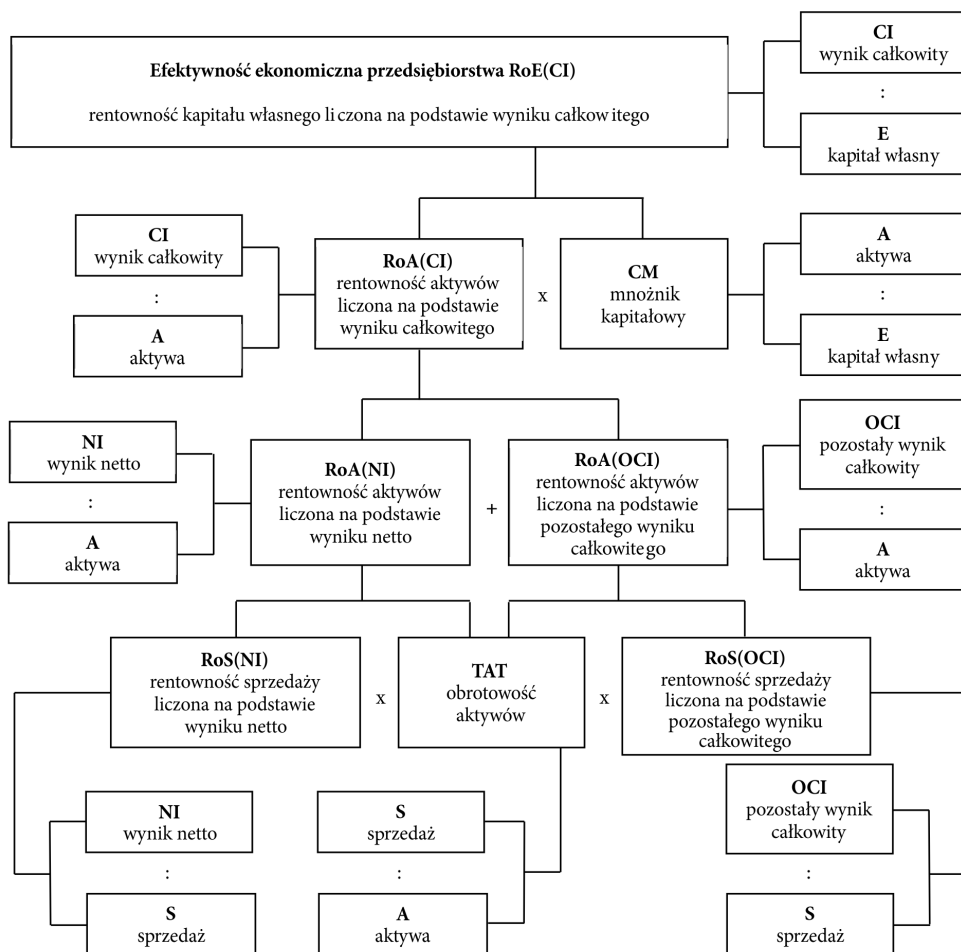
lub

$$\begin{aligned} RoE(CI) &= RoS(CI) \times TAT \times CM = [RoS(NI) + RoS(OCI)] \times TAT \times CM = \\ &= \left( \frac{NI}{S} + \frac{OCI}{S} \right) \times \frac{S}{\bar{A}} \times \frac{\bar{A}}{\bar{E}} \end{aligned}$$

a także zaprezentować w układzie piramidalnym (zob. rys. 6.4), wskazując jednocześnie na kluczowe determinanty rentowności kapitału własnego, w tym wyniku całkowitego i pozostałego wyniku całkowitego.

<sup>93</sup> Por. *Ibidem*.

<sup>94</sup> Przy obliczaniu współczynnika RoS dla banków za przychody ze sprzedaży przyjęto sumę przychodów z tytułu odsetek, opłat i prowizji.



**Rysunek 6.4.** Wynik całkowity na tle determinant rentowności kapitału własnego (piramida Du Ponta)

**Źródło:** opracowanie własne.

Warto podkreślić, że zaprezentowana koncepcja analityczna jest rzadko spotykana w literaturze przedmiotu, można ją zatem uznać za ważny wkład w badania prowadzone w obszarze analizy ekonomicznej z wykorzystaniem wyniku całkowitego.

Do analizy efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw na podstawie wzajemnego oddziaływania współczynników ujętych w powyższej piramidzie wykorzystano metody przyczynowe. Służą one do liczbowego określenia wpływu poszczególnych czynników na wielkość badanego zjawiska wtedy, gdy współzależności mają charakter określonego związku funkcyjnego. Związek ten powinien być wyrażony w formie iloczynu, ilorazu lub sumy algebraicznej danych czynników, gdyż liczbowe określenie siły oddziaływania przyczyn na badane zjawisko może mieć

miejsce tylko wówczas, gdy zarówno samo zjawisko, jak i oddziałujące czynniki są wymierne, a zależności między nimi dadzą się przedstawić za pomocą wzoru matematycznego.

Przyczynowa analiza ekonomiczna pozwala ustalić stopień intensywności wpływu czynników oddziałujących na objęty badaniem wskaźnik ekonomiczny za pośrednictwem oceny wyizolowanego wpływu odchyłeń wynikających z uprzednich porównań między czynnikami. Jest to wprawdzie metoda pracochłonna, ale cechuje się wysoką dokładnością i poprawnością matematyczną, znajdując zastosowanie na etapie szczegółowego badania analitycznego zmierzającego do ustalenia wpływu określonych czynników na powstawanie odchyłeń ustalonych w toku analizy porównawczej<sup>95</sup>. W zależności od wyboru sposobu szacowania wpływu wyizolowanych czynników na odchylenie ogólne wyróżnić można wiele szczegółowych metod badania przyczynowego, m.in. metody: kolejnych podstawień, różnic cząstkowych, funkcyjną, reszty, krzyżowych podstawień, wskaźnikową, proporcjonalnego podziału odchyłeń, logarytmowania itp.<sup>96</sup>.

Pośród wielu metod badania przyczynowego wybrano metodę różnic cząstkowych, bardzo dokładną i jednoznaczną. Pozwala ona ponadto na ustalenie wpływów indywidualnych i łącznych. Przez obliczenie zarówno cząstkowych odchyłeń indywidualnych dla każdego czynnika, jak i cząstkowego odchylenia łącznego wpływu danych czynników, metoda ta pozwala ostatecznie wyznaczyć odchylenie spowodowane zmianami każdego z badanych czynników, a kolejność podstawiania poszczególnych czynników nie ma znaczenia, ponieważ wyniki zawsze będą tożsame.

Stosując metody analizy ekonomicznej, w tym metody przyczynowe, a w szczególności metody różnic (odchyłeń) cząstkowych, należy zwrócić uwagę na problem utrudnień związanych z porównywalnością wskaźników ekonomicznych. Nie zawsze bowiem stwierdzenie określonej różnicy (odchylenia) jest wystarczające dla oceny przyczyny danego zjawiska ekonomicznego. Porównywanie wskaźników jest niekiedy utrudnione ze względu na występowanie utrudnień metodologicznych (wynikających z odmiennej treści i budowy wskaźników), finansowych (powstających w wyniku zmian cen, np. sprzedaży, zakupu, stawek amortyzacji czy oprocentowania), organizacyjnych (pojawiających się w wypadku różnego rodzaju przekształceń w przedsiębiorstwie, np. podziału, fuzji, przejęć itp.) bądź rzeczowych (będących rezultatem usprawnień procesu produkcyjnego, zastosowania technologii itp.)<sup>97</sup>. Formułowanie wniosków na podstawie obliczonych wskaźników ekonomicznych i ich

95 Por. L. Bednarski, *Analiza finansowa...*; M. Jerzemowska i in., *Analiza...*; K. Woźniak, *Narzędzia analityczne w naukach ekonomicznych*, Wydawnictwo Mfiles.pl, Kraków 2015; A. Żwirbła, *Teoretyczne podstawy metod deterministycznych*, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń 2015.

96 M. Jerzemowska i in., *Analiza...*

97 Por. L. Bednarski, T. Waśniewski (red.), *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2000; M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, wyd. 3 zm., Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009; M. Jerzemowska i in., *Analiza...*

zależności względem siebie wymaga znajomości specyfiki przedsiębiorstwa i jego otoczenia zewnętrznego. Niewątpliwie przyjęte w monografii podejście analityczne, zgodnie z którym przy obliczaniu współczynników rentowności obrano za punkt odniesienia wielkość spółki giełdowej (wartość aktywów), jak również porównawcza analiza spółek w ramach danego sektora, przyczyniają się do minimalizowania skutków utrudnień pojawiających się w analizie ekonomicznej.

Jeżeli badanie zjawisko jest iloczynem trzech czynników w następującej postaci:

$$S_0 = a_0 \times b_0 \times c_0$$

$$S_1 = a_1 \times b_1 \times c_1$$

gdzie:

S – badane zjawisko,

a, b, c – czynniki wpływające na dane zjawisko,

0 – okres bazowy,

1 – okres badany,

wówczas ogólne odchylenie badanego zjawiska można zapisać jako:

$$O = \Delta S = S_1 - S_0 = a_1 \times b_1 \times c_1 - a_0 \times b_0 \times c_0$$

Stosując metodę różnic cząstkowych, w ramach procedury badawczej ustala się na początku odizolowany wpływ odchyleń indywidualnych, czyli odchylenie danego czynnika, gdy pozostałe czynniki pozostają na poziomie wielkości bazowych, co dla trzech czynników *a*, *b* i *c* można wyrazić następująco:

$$O_a = a_1 \times b_0 \times c_0 - a_0 \times b_0 \times c_0$$

$$O_b = a_0 \times b_1 \times c_0 - a_0 \times b_0 \times c_0$$

$$O_c = a_0 \times b_0 \times c_1 - a_0 \times b_0 \times c_0$$

Odchylenia cząstkowe dla łącznego wpływu tych czynników zapisuje się jako:

$$O_{a,b} = a_1 \times b_1 \times c_0 - a_1 \times b_0 \times c_0 - a_0 \times b_1 \times c_0 + a_0 \times b_0 \times c_0$$

$$O_{a,c} = a_1 \times b_0 \times c_1 - a_1 \times b_0 \times c_0 - a_0 \times b_0 \times c_1 + a_0 \times b_0 \times c_0$$

$$O_{b,c} = a_0 \times b_1 \times c_1 - a_0 \times b_1 \times c_0 - a_0 \times b_0 \times c_1 + a_0 \times b_0 \times c_0$$

$$O_{a,b,c} = a_1 \times b_1 \times c_1 - a_1 \times b_1 \times c_0 - a_1 \times b_0 \times c_1 - a_0 \times b_1 \times c_1 + a_1 \times b_0 \times c_0 + a_0 \times b_1 \times c_0 + a_0 \times b_0 \times c_1 - a_0 \times b_0 \times c_0$$

zaś odchylenie ogólne, będące sumą odchyleń indywidualnych i łącznych, w następującej postaci:

$$O = O_a + O_b + O_c + O_{a,b} + O_{a,c} + O_{b,c} + O_{a,b,c}$$

Po przekształceniach odchylenia indywidualne i łączne w uproszczony sposób można zapisać jako:

$$\begin{aligned} O_a &= (a_1 - a_0) \times b_0 \times c_0 \\ O_b &= a_0 \times (b_1 - b_0) \times c_0 \\ O_c &= a_0 \times b_0 \times (c_1 - c_0) \\ O_{a,b} &= (a_1 - a_0) \times (b_1 - b_0) \times c_0 \\ O_{a,c} &= (a_1 - a_0) \times (c_1 - c_0) \times b_0 \\ O_{b,c} &= (b_1 - b_0) \times (c_1 - c_0) \times a_0 \\ O_{a,b,c} &= (a_1 - a_0) \times (b_1 - b_0) \times (c_1 - c_0) \\ O &= O_a + O_b + O_c + O_{a,b} + O_{a,c} + O_{b,c} + O_{a,b,c} \end{aligned}$$

Dla trzech czynników kształtujących współczynnik rentowności kapitału własnego RoE(CI) zaprezentowanych w modelu Du Pont'a, czyli rentowności sprzedaży RoS(CI), obrotowości aktywów całkowitych (TAT) i mnożnika kapitałowego (CM), różnice cząstkowe będą wyglądały następująco:

$$O_{RoS(CI)} = [RoS(CI)_1 - RoS(CI)_0] \times TAT_0 \times CM_0$$

(wpływ rentowności sprzedaży na rentowność kapitału własnego)

$$O_{TAT} = RoS(CI)_0 \times (TAT_1 - TAT_0) \times CM_0$$

(wpływ obrotowości aktywów całkowitych na rentowność kapitału własnego)

$$O_{CM} = RoS(CI)_0 \times TAT_0 \times (CM_1 - CM_0)$$

(wpływ mnożnika kapitałowego na rentowność kapitału własnego)

$$O_{RoS(CI),TAT} = [RoS(CI)_1 - RoS(CI)_0] \times (TAT_1 - TAT_0) \times CM_0$$

(łączny wpływ rentowności sprzedaży i obrotowości aktywów całkowitych na rentowność kapitału własnego)

$$O_{RoS(CI),CM} = [RoS(CI)_1 - RoS(CI)_0] \times (CM_1 - CM_0) \times TAT_0$$



(łączny wpływ rentowności sprzedaży i mnożnika kapitałowego na rentowność kapitału własnego)

$$O_{TAT,CM} = (TAT_1 - TAT_0) \times (CM_1 - CM_0) \times ROS(CI)_0$$

(łączny wpływ obrotowości aktywów całkowitych i mnożnika kapitałowego na rentowność kapitału własnego)

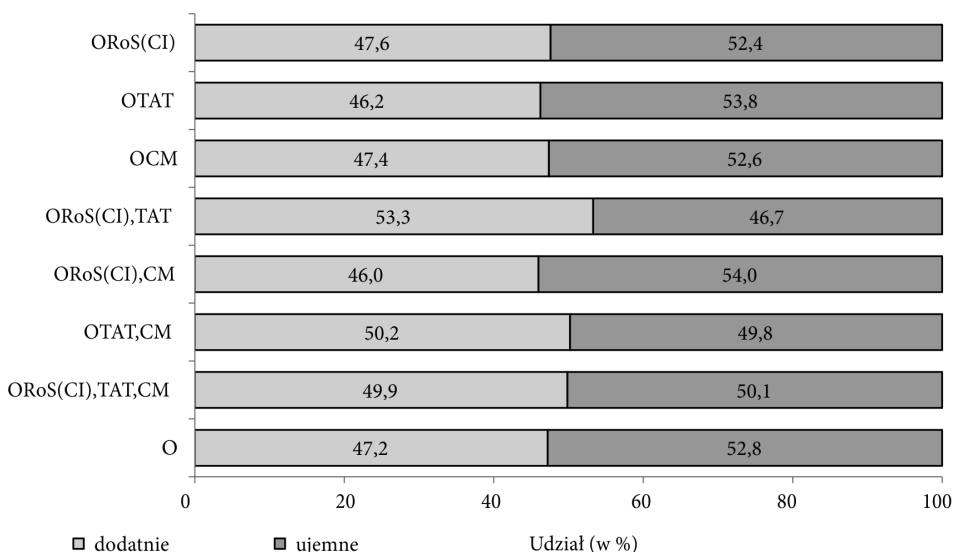
$$O_{ROS(CI),TAT,CM} = [RoS(CI)_1 - ROS(CI)_0] \times (TAT_1 - TAT_0) \times (CM_1 - CM_0)$$

(łączny wpływ rentowności sprzedaży, obrotowości aktywów całkowitych i mnożnika kapitałowego na rentowność kapitału własnego)

$$O = O_{ROS(CI)} + O_{TAT} + O_{CM} + O_{ROS(CI),TAT} + O_{ROS(CI),CM} + O_{TAT,CM} + O_{ROS(CI),TAT,CM}$$

(łączny wpływ zmian wszystkich czynników na rentowność kapitału własnego)

Jak wynika z rysunku 6.5, obliczone odchylenia cząstkowe RoS(CI), TAT i CM dla badanych spółek publikujących sprawozdanie z wyniku całkowitego wskazują na zróżnicowany stopień oddziaływania poszczególnych zmiennych na efektywność ekonomiczną wyrażoną współczynnikiem rentowności kapitału własnego RoE(CI). Miary indywidualnych odchylen cząstkowych, jak również odchylen łącznych były niemal



**Rysunek 6.5.** Struktura badanych spółek ze względu na charakter odchylen cząstkowych i łącznych w latach 2009–2018

**Źródło:** opracowanie własne.

po połowie dodatnie i ujemne. Nie można jednoznacznie wskazać, że rentowność sprzedaży liczona z udziałem wyniku całkowitego, tak samo jak obrotowość majątku czy mnożnik kapitałowy, mają zdecydowanie korzystny bądź niekorzystny wpływ na rentowność kapitału własnego mierzoną także za pomocą wyniku całkowitego. Najkorzystniejszym wpływem na tę rentowność cechowało się łączne oddziaływanie rentowności sprzedaży RoS(CI) i obrotowości aktywów TAT, zaś najbardziej niekorzystnym – sprawność obrotu majątkiem bądź łączne oddziaływanie tej zmiennej i mnożnika kapitałowego.

**Tabela 6.21.** Struktura badanych spółek ze względu na charakter odchyłeń cząstkowych i łącznych w ujęciu międzysektorowym w latach 2009–2018

Odchylenia cząstkowe i ich charakter		Sektory (udział w %)							
		finanse	paliwa i energia	chemia i surowce	produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	dobry konsumpcyjne	handel i usługi	ochrona zdrowia	technologie
$O_{RoS(CI)}$	> 0	47,8	48,4	48,5	43,8	47,0	51,8	50,8	50,8
	< 0	52,2	51,6	51,5	56,2	53,0	48,2	49,2	49,2
$O_{TAT}$	> 0	42,6	47,3	46,1	50,9	49,1	42,1	47,5	42,2
	< 0	57,4	52,7	53,9	49,1	50,9	57,9	52,5	57,8
$O_{CM}$	> 0	49,4	54,8	49,5	46,2	42,4	47,5	49,2	46,2
	< 0	50,6	45,2	50,5	53,8	57,6	52,5	50,8	53,8
$O_{RoS(CI),TAT}$	> 0	52,6	41,9	54,6	54,4	53,7	52,7	54,2	54,6
	< 0	47,4	58,1	45,4	45,6	46,3	47,3	45,8	45,4
$O_{RoS(CI),CM}$	> 0	48,4	47,3	44,4	43,4	43,3	47,6	47,5	49,8
	< 0	51,6	52,7	55,6	56,6	56,7	52,4	52,5	50,2
$O_{TAT,CM}$	> 0	48,6	48,4	47,4	53,5	49,7	49,6	54,2	48,2
	< 0	51,4	51,6	52,6	46,5	50,3	50,4	45,8	51,8
$O_{RoS(CI),TAT,CM}$	> 0	51,4	40,9	50,5	50,9	45,1	50,4	47,5	51,8
	< 0	48,6	59,1	49,5	49,1	54,9	49,6	52,5	48,2
O	> 0	47,4	47,3	47,4	45,3	47,0	48,1	49,2	50,2
	< 0	52,6	52,7	52,6	54,7	53,0	51,9	50,8	49,8

**Źródło:** opracowanie własne.

Podobnie niejednoznaczne wyniki przyniosła analiza międzysektorowego zróżnicowania wpływu trzech badanych zmiennych na stopę zwrotu z kapitału własnego. Ocena struktury analizowanych spółek wykazała, że różnice między udziałem podmiotów o dodatnich i ujemnych wielkościach odchyłeń cząstkowych  $O_{RoS(CI)}$ ,  $O_{TAT}$  i  $O_{CM}$  w poszczególnych sektorach sięgały w wielu wypadkach kilku punktów procentowych, a tylko w niektórych kilkunastu (zob. tab. 6.21).

Największe rozbieżności odnotowano co do kierunku wpływu obrotowości majątku na rentowność kapitału własnego w trzech sektorach – finanse, handel i usługi oraz technologie, sięgające ponad 15 p.p. na rzecz ujemnej relacji między badanymi zmiennymi. Podobny dysonans zaobserwowano także w branży paliwa i energia w odniesieniu do łącznego wpływu rentowności sprzedaży oraz sprawności obrotu aktywami i wszystkich trzech determinant.

**Tabela 6.22.** Średnie wielkości odchyłeń cząstkowych i łącznych w analizie rentowności  $RoE(CI)$  w latach 2009–2018

Wyszczególnienie	$O_{RoS(CI)}$	$O_{TAT}$	$O_{CM}$	$O_{RoS(CI),TAT}$	$O_{RoS(CI),CM}$	$O_{TAT,CM}$	$O_{RoS(CI),TAT,CM}$	$O$
łącznie (próba 349 spółek)	0,858	1,336	-0,138	-2,224	0,883	-3,050	2,214	-0,121
finanse	2,362	9,097	0,000	-11,512	4,868	-12,851	8,003	-0,033
paliwa i energia	0,014	0,008	0,000	-0,031	0,004	0,000	-0,003	-0,007
chemia i surowce	0,205	-0,020	0,016	-0,147	-0,036	-0,002	0,002	0,017
produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	0,257	-2,078	-0,136	1,875	-0,142	-0,837	1,053	-0,004
dobry konsumpcyjne	-0,418	-0,012	-0,287	0,350	1,172	0,007	-1,040	-0,228
handel i usługi	0,149	-0,647	-0,009	0,572	-0,096	0,072	-0,046	-0,007
ochrona zdrowia	-0,290	-0,030	-0,073	0,279	0,068	0,046	-0,058	-0,059
technologie	3,126	-0,699	-0,722	-2,822	-3,271	0,430	3,018	-0,927

**Źródło:** opracowanie własne.

Na podstawie wyliczonych dla badanych spółek średnich wielkości odchyłeń cząstkowych zaprezentowanych w tabeli 6.22 można ogólnie mówić o korzystnym wpływie zarówno rentowności sprzedaży  $RoS(CI)$ , jak też obrotowości majątku  $TAT$  na efektywność ekonomiczną mierzoną współczynnikiem  $RoE(CI)$ , z wyraźną przewagą tego drugiego czynnika. Ich łączne oddziaływanie wpływało już niekorzystnie

na rentowność kapitału własnego i to zdecydowanie. Oddzielny wpływ mnożnika kapitałowego o niekorzystnym charakterze był znikomy, ale w połączeniu ze sprawnością obrotu aktywami stanowił już ważny czynnik determinujący stopę zwrotu z kapitału. Łączne oddziaływanie trzech czynników modelu Du Ponta okazało się być największe spośród wszystkich dodatnich odchyień. Mimo wszystko po zsumowaniu odchyień cząstkowych odnotowano średnią wielkość odchylenia ogólnego na poziomie  $-0,12$ , co nie daje podstaw do stwierdzenia wyraźnego oddziaływania tych czynników na efektywność ekonomiczną spółek.

Ponieważ uśrednianie wielkości odchyień dla całej próby mogło spowodować utrudnienia związane z porównywalnością wskaźników ekonomicznych, w szczególności co do weryfikacji kierunku i siły oddziaływania poszczególnych zmiennych, dokonano także analizy tych odchyień między badanymi sektorami. Na podstawie szczegółowej analizy danych można stwierdzić znacznie większą różnorodność wpływu rentowności sprzedaży, sprawności obrotu aktywami czy mnożnika kapitałowego na rentowność kapitału własnego w poszczególnych branżach. Największe dodatnie i ujemne odchylenia cząstkowe zanotowano w sektorze finanse, gdzie np. średnie odchylenia  $O_{TAT}$  lub  $O_{RoS(CI),TAT,CM}$  wyniosły ponad 8–9, zaś  $O_{RoS(CI)}$  bądź  $O_{TAT,CM}$  odpowiednio  $-11,5$  i  $-12,9$ . Podobnie wysokie korzystne odchylenia wystąpiły w odosobnionym wpływie rentowności sprzedaży bądź jej połączeniu ze strukturą kapitału. Jednak w rezultacie, po uwzględnieniu wszystkich odchyień cząstkowych, ich łączne oddziaływanie okazało się znikome ( $-0,03$ ). Na szczególną uwagę zasługuje także sektor technologie, gdzie korzystne oddziaływanie  $RoS(CI)$  bądź łączne wszystkich trzech determinant stopy zwrotu z kapitału własnego było zdecydowanie większe niż w innych branżach. Obliczone średnie wielkości odchyień przekraczały 3.

Otrzymane względnie niejednoznaczne rezultaty badań dotyczących kluczowych determinant rentowności kapitału potwierdzają istniejący w literaturze dysonans. Jak pokazują wyniki prowadzonych dotychczas analiz w tym zakresie, pojawiają się argumenty przemawiające za współczynnikiem  $RoS$  jako odznaczającym się najsilniejszym korzystnym wpływem na stopę zwrotu z kapitału własnego, w przeciwieństwie do obrotu aktywami<sup>98</sup>. Inni autorzy wskazują także na decydujące znaczenie korzystnego oddziaływania rentowności sprzedaży, a następnie mnożnika kapitałowego<sup>99</sup>, w przeciwieństwie do spostrzeżeń, jakie prezentują Vasile Burja i Radu Mărginean, akcentujący niekorzystny wpływ współczynnika  $CM$  na  $RoE$ <sup>100</sup>. Poza tym można przytoczyć wyniki badań podkreślających rolę współczynnika  $TAT$  jako głównej determinanty rentowności kapitału własnego<sup>101</sup>.

98 W. Skoczylas, A. Niemiec, *Czynniki wzrostu wartości spółek giełdowych w świetle badań empirycznych – podejście deterministyczne*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, t. 5, Novum, Płock 2004, s. 151–152.

99 J. Duraj, A. Sajnog, *op. cit.*, s. 109–114.

100 V. Burja, R. Mărginean, *The Study of Factors that may Influence the Performance by the Dupont Analysis in the Furniture Industry*, „Procedia Economics and Finance” 2014, vol. 16.

101 A.L. Katchova, S.J. Enlow, *Financial Performance of Publicly-traded Agribusinesses*, „Agricultural Finance Review” 2013, vol. 73, no. 1.

Abstrahując od różnorodnych, czasem rozbieżnych rezultatów badawczych dotyczących kluczowych determinant efektywności ekonomicznej, najbardziej przydatne wydaje się uwzględnienie poszczególnych odchyleń częściowych i łącznych dla każdej spółki z osobna, co pozwala na bogatszą w sensie informacyjnym a zarazem przydatniejszą w sensie decyzyjnym metodę analizy determinant kształtowania rentowności jednostki w powiązaniu z innymi metodami analizy. Przyczynowa analiza rentowności stanowi bowiem istotny problem każdej spółki, nie tylko notowanej na giełdzie, gdyż pogarszająca się kondycja finansowa w tym obszarze może stanowić przesłankę do braku wypłacalności jednostki bądź wręcz zagrożenia upadłością.

Na potrzeby oceny efektywności ekonomicznej badanych spółek giełdowych, szacowanej z udziałem wyniku całkowitego, wykorzystano dodatkowo metodę granicznej analizy danych DEA. Zgodnie z założeniami modelu DEA wielkości nakładów i efektów są większe lub równe zero, przy czym dla każdej jednostki decyzyjnej istnieje przynajmniej jeden nakład i jeden efekt większy od zera (nie ma samych zerowych nakładów i efektów równocześnie). Można to uznać za jedno z ważniejszych ograniczeń związanych z wykorzystywaniem tej metody badania efektywności ekonomicznej w praktyce. Brak możliwości określenia właściwości statystycznych uzyskanych wyników jest również jej niedoskonałością, która może rzutować na rozbieżności wyników uzyskanych innymi metodami.

Niezwykle ważną kwestią w procesie badawczym jest wybór właściwych nakładów i efektów, jednakże przyporządkowanie poszczególnych danych czy też wskaźników do zbioru nakładów i efektów zależy w głównej mierze od sformułowania problemu badawczego. Opierając się na prezentowanych zależnościach między współczynnikami ekonomicznymi w modelu Du Ponta, spośród dostępnych modeli DEA dokonano wyboru modelu M\_CRS (CCR), czyli zorientowanego na nakłady o stałych efektach skali (*input-oriented CRS*)<sup>102</sup>. Wybór takiego modelu podyktowany został koniecznością oceny efektywności ekonomicznej rozumianej jako rentowność kapitału własnego (efekt) pod kątem minimalizowania określonych nakładów (czynników determinujących tę rentowność). W rezultacie, na podstawie prezentowanych wcześniej dwóch równań RoE(CI), skonstruowano dwa modele DEA, składające się z jednego efektu (*output*) i trzech bądź czterech nakładów (*inputs*) (zob. tab. 6.23).

**Tabela 6.23.** Nakłady i efekty w modelu DEA

Wersja modelu M_CRS (CCR)	Nakłady				Efekty
M1	RoA(NI)	RoA(OCI)	CM		RoE(CI)
M2	RoS(NI)	RoS(OCI)	TAT	CM	RoE(CI)

**Źródło:** opracowanie własne.

102 Por. pkt 6.1.3.

Za efekt w modelu DEA obrano rentowność kapitału własnego mierzoną przy udziale wyniku całkowitego, zaś nakładami stały się:

- 1) w modelu M1 – rentowność aktywów całkowitych liczona zarówno przy udziale wyniku finansowego netto, jak i pozostałego wyniku całkowitego oraz mnożnik kapitałowy;
- 2) w modelu M2 – rentowność sprzedaży liczona zarówno przy udziale wyniku finansowego netto, jaki i pozostałego wyniku całkowitego, obrotowość aktywów całkowitych i mnożnik kapitałowy.

Na pierwszym etapie analizy na podstawie jednostkowych sprawozdań finansowych spółek giełdowych obliczono współczynniki RoS(NI), RoS(OCI), TAT i CM, a także wykorzystano już wcześniej oszacowane miary RoE(CI), RoA(NI), RoA(OCI)<sup>103</sup>. Na drugim etapie, wykorzystując wersję modelu DEA zorientowanego na nakłady o stałych efektach skali, dokonano obliczeń miar efektywności DEA dla każdej spółki przy pomocy programu DEAFrontier<sup>104</sup> dla objętych badaniem dziesięciu okresów (lata 2009–2018)<sup>105</sup>.

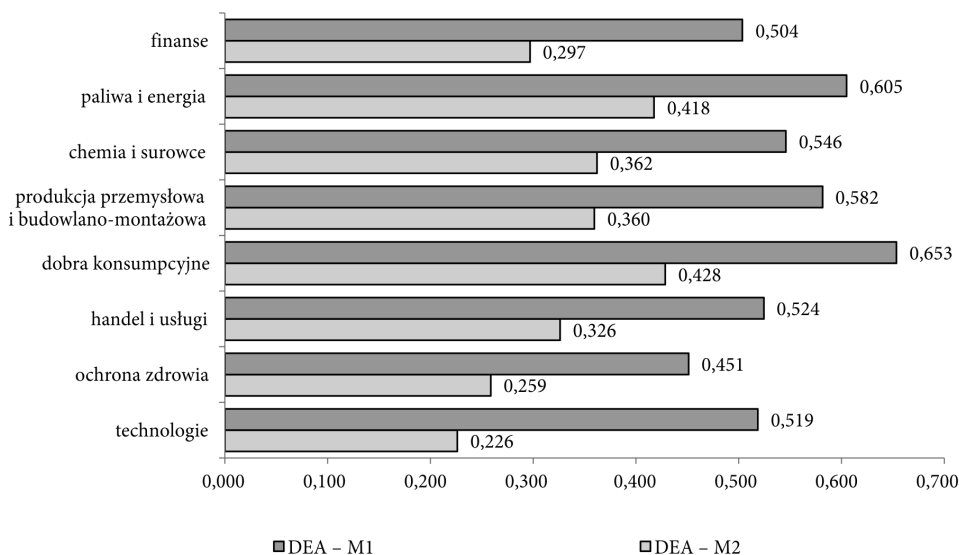
Na podstawie analizy wartości średnich dziesięcioletnich miar efektywności spółek giełdowych według modelu M1 można stwierdzić, że najwyższą efektywnością z punktu widzenia DEA w całym dziesięcioleciu charakteryzowały się dwa sektory: dobra konsumpcyjne oraz paliwa i energia. Średnia miar efektywności w objętych badaniem latach dla tych branż wyniosła ponad 0,6 (zob. rys. 6.6). Wymagają one zatem najmniejszych zmian w relacjach efekty/nakłady, czyli RoA(NI), RoA(OCI) i CM, dla uzyskania określonej rentowności kapitału własnego mierzonej współczynnikiem RoE(CI). Najniższą efektywność ekonomiczną odnotowano w sektorze ochrona zdrowia, zaś w pozostałych średnie miary efektywności DEA wyniosły 0,5–0,6.

Przeprowadzona analiza rentowności kapitału własnego spółek według modelu M2 potwierdziła z kolei bardzo niską efektywność ekonomiczną tych podmiotów z punktu widzenia DEA, bowiem obliczone średnie miary efektywności w badanych sektorach były znacznie poniżej jedności. Wyniosły 0,2–0,4 i były mniej więcej o 0,2 poniżej granicy efektywności w stosunku do modelu M1. Największe odchylenia między efektywnością mierzoną na podstawie modeli M1 i M2 zaobserwowano w sektorze technologii (0,3), który z punktu widzenia DEA był najmniej efektywny ekonomicznie. Najbardziej efektywnymi według drugiego modelu okazały się, podobnie jak w M1, dwie branże: dobra konsumpcyjne oraz paliwa i energia.

103 Zgodnie z założeniem modelu DEA w badaniu uwzględniono jedynie współczynniki rentowności, a nie deficytowości. Analiza objęła dane liczbowe dotyczące wielkości zysku netto, zysku całkowitego i dodatniego pozostałego wyniku całkowitego. Pominięto zatem te przypadki w objętych badaniem okresach, kiedy spółki generowały straty; tym samym dla niektórych sektorów brakuje danych.

104 Darmowa wersja udostępniona na stronie internetowej w ramach publikacji W.D. Cook, J. Zhu, *Data Envelopment Analysis: Modeling Operational Processes and Measuring Productivity*, CreateSpace Independent Publishing Platform, San Bernardino 2008.

105 W praktyce poszczególne miary efektywności DEA zostały policzone osobno dla każdej spółki, a następnie posłużono się średnią arytmetyczną.



**Rysunek 6.6.** Średnie wielkości współczynników efektywności DEA badanych spółek w podziale na sektory w latach 2009–2018

**Źródło:** opracowanie własne.

Analiza struktury badanej próby w podziale na umowne granice (przedziały) efektywności DEA<sup>106</sup> zaprezentowana w tabeli 6.24 wskazuje, że w modelu z trójczynnikiem zestawem nakładów, czyli rentowności aktywów RoA(NI) i RoA(OCI) oraz mnożnika kapitału CM, blisko 60% spółek łącznie cechowało się wysokim, bardzo wysokim bądź pełnym stopniem efektywności ekonomicznej (DEA > 0,5), a tylko 6% podmiotów uznano za nieefektywne z punktu widzenia DEA. Biorąc pod uwagę uzyskane wyniki badań przeprowadzonych na podstawie modelu z czteroczynnikowym zbiorem nakładów, czyli RoS(NI), RoS(OCI), TAT i CM, do powyższych grup (przedziałów) zaliczono odpowiednio 27% oraz 24% spółek. Rozdzielenie w analizie rentowności kapitału własnego wpływu rentowności aktywów na dwa odrębne czynniki – rentowność sprzedaży i sprawność obrotu majątkiem, spowodowało zatem znaczne obniżenie obliczonych miar efektywności ekonomicznej.

<sup>106</sup> W badaniu efektywności ekonomicznej metodą DEA przyjęto następujące umowne granice efektywności:  $0 \leq \text{DEA} < 0,1$  – niska lub żadna,  $0,1 \leq \text{DEA} < 0,3$  – słaba,  $0,3 \leq \text{DEA} < 0,5$  – przeciętna,  $0,5 \leq \text{DEA} < 0,7$  – wysoka;  $0,7 \leq \text{DEA} < 0,9$  – bardzo wysoka,  $0,9 \leq \text{DEA} \leq 1$  – pełna efektywność.

**Tabela 6.24.** Struktura spółek na podstawie wielkości współczynników efektywności DEA w latach 2009–2018

Wielkości współczynników DEA	Model M1		Model M2	
	Liczba spółek	Udział w %	Liczba spółek	Udział w %
<0,0; 0,1)	12	5,8	50	24,4
<0,1; 0,3)	31	15,1	53	25,9
<0,3; 0,5)	41	20,0	46	22,4
<0,5; 0,7)	50	24,4	30	14,6
<0,7; 0,9)	51	24,9	23	11,2
<0,9; 1,0>	20	9,8	3	1,5

**Źródło:** opracowanie własne.

Rezultaty przeprowadzonych badań przemawiają za tym, by spółki giełdowe skupiały uwagę na strategicznych decyzjach dotyczących poprawy rentowności sprzedaży liczonej zarówno na podstawie wyniku netto, jak i pozostałego wyniku całkowitego, a także obrotowości majątku i struktury kapitału w relacji do określonej stopy zwrotu z kapitału własnego szacowanej z udziałem wyniku całkowitego. Za ważną determinantę efektywności ekonomicznej należy zatem uznać rentowność sprzedaży, która mimo korzystnego oddziaływania stóp zwrotu z aktywów całkowitych może w zasadniczy sposób wpływać na stopę zwrotu z kapitału własnego, utożsamianą z dochodami dla akcjonariuszy.





## Rozdział 7

# Wynik całkowity jako nośnik wartości rynkowej spółek giełdowych

Rozważając problem kreowania przy udziale wyniku całkowitego efektywności ekonomicznej spółek giełdowych przez pryzmat oczekiwań ich właścicieli, zaprezentowany w poprzednim rozdziale, należy mieć na uwadze podstawowe kryterium oceny tej efektywności, jakim jest wartość rynkowa spółki. Wartość ta jest złożoną kategorią ekonomiczną, prawną i społeczną, uwzględniającą rezultat oddziaływania wielu zmiennych, w tym księgowych wyników finansowych generowanych przez przedsiębiorstwo. Jedną z ważnych determinant wartości rynkowej spółek może być wynik całkowity, w przeciwieństwie do wyniku finansowego netto, jak podkreślono w rozdziale drugim, skorelowany z koncepcją zysku jako miary przyrostu dobrobytu (bogactwa) akcjonariuszy.

Głównym celem w tym rozdziale jest przedstawienie badań dotyczących istotności decyzyjnej wyniku całkowitego dla podmiotów rynku kapitałowego w Polsce na podstawie analizy zależności zachodzących między wynikiem całkowitym i wynikiem finansowym netto a wartością rynkową spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych oraz ich wartości predykcyjnej. Wartość predykcyjna rozumiana jest jako użyteczność wyników finansowych w prognozowaniu przyszłych rezultatów finansowych spółek giełdowych, w tym wyników finansowych i przepływów pieniężnych, a także wartości rynkowej tych podmiotów.

Zasadniczy nurt przedstawionych tu badań o charakterze teoretycznym prezentuje istotę i różne koncepcje wartości przedsiębiorstwa, metody jego wyceny, a także główne nośniki wartości rynkowej spółek giełdowych. Jednak przede wszystkim skoncentrowano się na analizie dotyczącej spółek notowanych na GPW w latach 2009–2018 w trzech aspektach: trwałości uzyskiwanych przez nie wyników całkowitych, wpływu tych wyników na wartość rynkową i ich zdolności predykcyjnej. Badania te posłużyły weryfikacji dwóch hipotez badawczych  $H_5$  i  $H_6$ . W pierwszej z nich założono, że kształtowanie się wyniku całkowitego spółek giełdowych w Polsce ma większy wpływ na ich wycenę rynkową niż wartość generowanego przez nie wyniku finansowego netto. Druga hipoteza wskazuje, że wynik całkowity,

w zestawieniu z wynikiem finansowym netto, ma większą wartość predykcijną w zakresie przyszłych rezultatów finansowych w ujęciu memoriałowym i kasowym oraz w odniesieniu do przyszłej wartości rynkowej wspomnianych spółek. Zasadniczymi metodami umożliwiającymi realizację tych zamierzeń badawczych są porównawcza analiza ekonomiczna w czasie i przestrzeni, analiza korelacji i analiza regresji. Warto podkreślić, że w zaprezentowanych kilkunastu modelach ekonomicznych wykorzystano oryginalne, autorskie rozwiązania i koncepcje analityczne, nieprezentowane wcześniej w literaturze przedmiotu, co można uznać za istotny wkład w badania prowadzone w obszarze analizy ekonomicznej z wykorzystaniem wyniku całkowitego.

## 7.1. Istota i koncepcje wartości przedsiębiorstwa

Jak zaznaczono w rozdziale pierwszym, wartość jest pojęciem złożonym, ma wiele znaczeń i stanowi funkcję licznych zmiennych. Odnosi się do różnych dyscyplin nauki, ale także do bogactwa przejawów w ramach ekonomii bądź finansów. W teorii ekonomii<sup>1</sup> opisującej strukturę i funkcjonowanie społeczeństwa oraz gospodarkę wymienną towarów i usług, wartość definiowana jest przede wszystkim w czterech wymiarach jako:

- 1) wartość użytkowa – funkcja zdolności do zaspokajania potrzeb ludzkich;
- 2) wartość wymienna – zdolność do bycia przedmiotem wymiany na inne dobro;
- 3) cena towaru – pieniężne wyrażenie wartości towaru;
- 4) wartość naturalna – wartość centralna, do której dążą ceny towarów<sup>2</sup>.

W naukach ekonomicznych wśród wielu różnorodnych teorii wartości na szczególną uwagę zasługują te oparte na analizie subiektywnej użyteczności (m.in. Smitha, Walrasa, Pareta, Schumpetera). Marks stwierdził wprost, że „użyteczność danej rzeczy czyni z niej wartość użytkową, która urzeczywistnia się tylko przez użycie lub spożycie, a wartości użytkowe stanowią materialną treść bogactwa”<sup>3</sup>. Dla niego źródłem wartości była praca, determinująca cenę towaru będącą pieniężnym wyrazem owej

- 
- 1 Najbardziej znanymi teoretykami ekonomii, którzy zajmowali się kwestią wartości byli: Adam Smith, François Quesney, David Ricardo, John Mill, Karol Marks, William Jevons, Leon Walras, Friedrich von Wieser, Vilfredo Pareto, John Keynes, Joseph Schumpeter, Joan Robinson.
  - 2 M. Dobb, *Teorie wartości i podziału od Adama Smitha. Ideologia a teoria ekonomii*, tłum. W. Rączkowska, PWE, Warszawa 1976, s. 52; J. Osiatyński, *Kapitał, podział, wartość. Kryzys ekonomii neomarginalistycznej*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1978, s. 36n; R. Machała, *Zarządzanie finansami i wycena firmy*, Oficyna Wydawnicza Unimex, Wrocław 2008, s. 408.
  - 3 K. Marks, *Kapitał*, t. 1, tłum. J. Heryng i in., wyd. 3, Książka i Wiedza, Warszawa 1951, s. 30.

wartości. Z kolei siła robocza jako towar, miała wartość mierzoną kosztem utrzymania robotnika i jego rodziny oraz wartość użytkową, czyli zdolność do wytworzenia danego dobra. Zgodnie zaś z marginalistyczną teorią wartości użytecznością charakteryzują się tylko rzadkie<sup>4</sup>, czyli ekonomiczne dobra konsumpcyjne<sup>5</sup>.

Wywodzące się z XIX wieku koncepcje użyteczności stanowią podstawę do współcześnie prowadzonych dyskusji teoretycznych na temat wartości w ekonomii. Wykorzystuje się przede wszystkim ustalenia teorii oczekiwanej użyteczności. Użyteczność jest siłą sprawczą leżącą u podstaw decyzji konsumpcyjnych i inwestycyjnych. Decyzje te są podejmowane na podstawie zadowolenia (*satisfaction*) lub użyteczności (*utility*) przypisanych przez indywidualnego decydenta poszczególnym okazjom<sup>6</sup>.

Współczesne teorie ekonomiczne nie zajmują się jednak szerzej rozważaniami na temat wartości, przyjmując, że kluczowa jest wartość wymienna, postrzegana jako relacja wymienna dóbr przy udziale pieniądza. Inaczej rzecz ujmując, wartość przejawia się w postaci ilości pieniędzy (ceny), jakie można uzyskać za dany towar. Takie podejście właściwe jest rozważaniom na gruncie marketingowym, przyjmującym jednocześnie, że z ekonomicznego punktu widzenia towary bezużyteczne są zarazem bezwartościowe. W literaturze dotyczącej marketingu wartość dla konsumenta definiowana jest bowiem jako „jedyna w swoim rodzaju kombinacja korzyści uzyskiwana przez docelowych nabywców, obejmująca jakość, cenę, punktualną dostawę oraz usługi w okresie przed i po sprzedaży”<sup>7</sup>.

W rachunkowości wartość definiuje się z kolei jako „empiryczną cechę obiektów bądź zjawisk zachodzących w jednostkach gospodarczych, której wysokość w jednostkach pieniężnych określana jest z wykorzystaniem różnych metod pomiaru w zależności od obszaru jej zastosowania”<sup>8</sup>. Ponadto, jak podaje Marek Masztalerz, „wartość w rachunkowości nie jest stałą cechą zjawisk, gdyż zależy ona od przedmiotu (co?), podmiotu (kto?), miejsca (gdzie?), czasu (kiedy?) i metody pomiaru (jak?)”<sup>9</sup>.

4 Odnosząc się do użyteczności (wartości) dóbr rzadkich, Menger poruszył tzw. paradoks wody i diamentu. Woda pomimo ogromnej użyteczności występuje w nadmiarze, dlatego jej użyteczność krańcowa jest zerowa, zaś diament jako dobro rzadkie, mimo że jego użyteczność jest znikoma, ma wielką wartość. Por. E. Taylor, *Historia rozwoju ekonomiki*, t. 2, b. tłum., Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Poznań 1958, s. 37.

5 R. Bartkowiak, *Historia myśli ekonomicznej*, PWE, Warszawa 2003, s. 95–96.

6 W. Rudny, *Tworzenie i podział wartości – nowe tendencje*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2012, nr 55, s. 259–260.

7 K. Przybyłowski i in., *Marketing*, tłum. P. Gumola i in., Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1998, s. 13.

8 A. Sagan, *Wartość dla klienta w układach rynkowych. Aspekty metodologiczne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Kraków 2011, s. 8.

9 M. Masztalerz, *Pomiar wartości – w kierunku integracji rachunkowości finansowej i zarządczej*, [w:] W. Gabrusewicz, J. Samelak (red.), *Rozpoznawanie i ujawnianie obszarów ryzyka gospodarczego w sprawozdaniach finansowych*, Zakład Poligraficzno-Wydawniczy M-Druk, Poznań–Wągrowiec 2012, s. 104.

Z ekonomiczno-finansowego punktu widzenia za najczęściej przejawianą formę wartości można uznać tę odnoszoną do przedsiębiorstwa, która może być oparta na wartości nakładów poniesionych na jego utworzenie, kategorii wartości użytkowej i wynikających z niej pożytków bądź wywodzić się z klasycznej koncepcji wartości naturalnej, wypadkowej wartości wymiennej i użytkowej, zweryfikowanej przez rynki finansowe i towarowe (wartość rynkowa przedsiębiorstwa)<sup>10</sup>. Można ponadto wskazać na liczne równoległe kategorie i charakterystyki wartości przedsiębiorstwa, do których należy wartość<sup>11</sup>:

- ekonomiczna – zdolność aktywów przedsiębiorstwa do dostarczania ich posiadaczowi strumienia wolnych przepływów pieniężnych;
- w użyciu – zaktualizowana wartość przyszłych przepływów pieniężnych wynikająca z użytkowania aktywów w przedsiębiorstwie;
- właściciela – wartości pozbycia się lub pozbawienia aktywów przedsiębiorstwa;
- księgową – wartość przedsiębiorstwa ujęta w bilansie zgodnie z ogólnie przyjętymi zasadami rachunkowości;
- rynkową – cena przedsiębiorstwa będącego przedmiotem obrotu na zorganizowanym rynku;
- kapitalizacji rynkowej – iloczyn wszystkich wyemitowanych akcji przedsiębiorstwa i ceny jednej akcji obliczony na określony dzień;
- odtworzeniowa – kwota niezbędna do zastąpienia istniejących w przedsiębiorstwie aktywów trwałych aktywami tego samego rodzaju;
- zamiany (zastąpienia) – koszt nabycia aktywów mogących pełnić funkcję aktywów będących obecnie w dyspozycji przedsiębiorstwa;
- sprawiedliwa – wartość przedsiębiorstwa wyznaczona w trakcie postępowania sądowego przez biegłego;
- inwestycji – cena dla konkretnego inwestora wynikająca z indywidualnych wymagań dotyczących inwestycji w przedsiębiorstwo;
- nieodłączna – wartość przedsiębiorstwa wyliczona na podstawie faktów dostępnych dla inwestora;
- likwidacyjna – cena możliwa do uzyskania z likwidacji bądź sprzedaży przedsiębiorstwa;

10 R. Borowiecki i in., *Metody i systemy wyceny przedsiębiorstw*, Twigger, Warszawa 2002, s. 24.

11 A. Pieloch-Babiarz, A. Sajnog, *Analiza fundamentalna. Standing finansowy i wycena przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016, s. 126–127; W. Patena, *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011, s. 22; M. Panfil, *Wprowadzenie do wyceny spółek*, [w:] idem, A. Szablewski (red.), *Metody wyceny spółki perspektywa klienta i inwestora*, Poltext, Warszawa 2006, s. 29; W. Szczesny (red. nauk.), *Finanse firmy. Jak zarządzać kapitałem*, C.H. Beck, Warszawa 2003, s. 258; D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 25; S.P. Pratt, R.F. Reilly, *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Irwin Professional Publishing, Chicago 1996, s. 23–28.

- goodwill – wartość firmy będąca różnicą między ceną zakupu przedsiębiorstwa a wartością godziwą jego aktywów netto;
- biznesu w działaniu – wartość przedsiębiorstwa rozumianego jako organizacja działająca na rynku, będąca zbiorem tak aktywów materialnych, jak i niematerialnych;
- dla biznesu – oparta na wyliczeniu, w jakim stopniu przedsiębiorstwo działa lepiej ze względu na posiadane aktywa;
- szacunkowa – subiektywna ocena wartości przedsiębiorstwa dokonana przez niezależnego eksperta, gdy brakuje jasno określonej wartości rynkowej;
- podatkowa – ustalenie zobowiązań podatkowych przedsiębiorstwa z tytułu posiadanego składnika aktywów na podstawie obowiązujących przepisów prawnych;
- zabezpieczenia – maksymalna kwota kredytu, jaki może być udzielony przedsiębiorstwu pod zastaw aktywów;
- wewnętrzna (fundamentalna, nieodłączna, rzeczywista) – uwzględniająca zdolności danego przedsiębiorstwa do generowania dochodów.

W innych ujęciach spotyka się także wartość decyzyjną, obiektywną, subiektywną, arbitralną, rozsądną, dla właściciela, dla akcjonariuszy czy dla klienta. Zakres praktycznego wykorzystania tych wszystkich kategorii jest niewątpliwie zróżnicowany, uzależniony przede wszystkim od celu i preferencji.

Rozpatrując definicję wartości w odniesieniu do przedsiębiorstwa, należy z konieczności rozgraniczyć pojęcie wartości firmy i wartości przedsiębiorstwa. Mając na względzie polskie uregulowania prawne, firmą osoby fizycznej jest jej imię i nazwisko, zaś firmę osoby prawnej stanowi jej nazwa<sup>12</sup>. Przedsiębiorstwo traktowane jest jako zespół składników materialnych i niematerialnych przeznaczonych do realizacji określonych zadań gospodarczych i obejmuje m.in. oznaczenie indywidualizujące podmiot lub jego wyodrębnione części, czyli nazwę przedsiębiorstwa (firmę)<sup>13</sup>. Wartość firmy może zatem oznaczać wartość nazwy przedsiębiorstwa, co można skojarzyć z wartością marki, reputacji itp. (goodwill). Jak uważa Marcinkowska, granice definicji terminu *goodwill* są płynne i wartość ta nie opiera się jedynie na firmie, lecz w większym stopniu na reputacji<sup>14</sup>. Powszechnie zakłada się, że wartość firmy określa różnica między ceną przedsiębiorstwa a wartością rynkową jego składników majątkowych<sup>15</sup>. W bilansie przedsiębiorstwa jest elementem składowym wartości niematerialnych i prawnych, jednak ze względu na istniejące rozbieżności w odnoszeniu się do tej kategorii przez różne standardy rachunkowości i metody wyceny przedsiębiorstw, wartość firmy może być w dużym

12 Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny, Dz.U. Nr 16, poz. 16, z późn. zm., art. 43.

13 *Ibidem*, art. 55.

14 M. Marcinkowska, *Kształtowanie wartości firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 31.

15 A. Kamela-Sowińska, *Wartość firmy*, PWE, Warszawa 1999, s. 9.

stopniu zróżnicowana, a w Polsce nawet ujemna. Wartość firmy bezspornie tworzy się w wyniku procesów gospodarczych, w których przedmiotem transakcji kupna–sprzedaży jest przedsiębiorstwo.

Spośród wielu różnorodnych teorii przedsiębiorstwa przedmiotem szczególnego zainteresowania, zdaniem części autorów, są dwa konkurujące ze sobą poglądy skupiające uwagę na maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa jako jednego z jej głównych celów<sup>16</sup>. Przybrały one postać teorii interesariuszy (*stakeholder theory*) i teorii właścicielskiej (*shareholder theory*), z których pierwsza za cel stawia sobie powiększanie wartości dla przedsiębiorstwa jako całości (*stakeholder value*), równoważąc jednocześnie interesy wszystkich grup z nim związanych<sup>17</sup>, druga zaś koncentruje się na powiększaniu wartości wyłącznie dla akcjonariuszy (*shareholder value*)<sup>18</sup>.

Idea tworzenia wartości dla interesariuszy (*stakeholder value creation*), jak zaznacza Marcinkowska, jest koncepcją harmonii celów, według której interesy akcjonariuszy można, a nawet trzeba pogodzić z interesami innych grup. Takie połączenie wpływa korzystnie na wartość przedsiębiorstwa i jednocześnie zaspokajanie potrzeb wszystkich grup interesariuszy, choć niekoniecznie w takim samym stopniu. Z kolei idea tworzenia wartości dla akcjonariuszy (*shareholder value creation*) jest koncepcją dysharmonii celów, zgodnie z którą przedsiębiorstwo zaspokaja wyłącznie interesy właścicieli, gdyż sprostanie potrzebom innych grup prowadzi do spadku jego wartości<sup>19</sup>. Przedsiębiorstwo realizuje jednak wiązkę celów, odpowiadając za ich realizację przed wieloma interesariuszami. Narażone jest na rozbieżność celów interesariuszy i niemożność zaspokojenia wszystkich oczekiwań<sup>20</sup>. Akcjonariusze jako główni kapitałodawcy podejmują największe ryzyko i wywierają presję na

16 Por. pkt 1.4.

17 R.E. Freeman, J.S. Harrison, A.C. Wicks, *Stakeholder Capitalism*, „Journal of Business Ethics” 2007, vol. 74, no. 4; W. Skoczylas, *Wartość przedsiębiorstwa w systemie jego oceny*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 1998, s. 30–33.

18 M. Michalski, *Ekonomiczna wartość dodana dla właścicieli*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, t. 1, Novum, Płock–Łódź 2000, s. 69; T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 373; E.A. Helfert, *Techniki analizy finansowej*, tłum. J. Sawicki, PWE, Warszawa 2004, s. 21; E.F. Brigham, L.C. Gapenski, *Zarządzanie finansami*, tłum. M. Gołajewska i in., PWE, Warszawa 2000, s. 44.

19 M. Marcinkowska, *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa. Nowe tendencje w sprawozdawczości biznesowej*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 30–31.

20 A. Black, P. Wright, J.E. Bachman, *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, tłum. J. Juruś, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, s. 17–34; T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, tłum. A. Kalinauskas, T. Wiazowski, WIG-Press, s. 3–20; A. Damodaran, *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, tłum. T. Rzychoń, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2007, s. 49–92; M.C. Jensen, *Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2001, vol. 14, no. 3; A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, tłum. M. Nowak, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 1–13.

menedżerów, oczekując określonych korzyści kapitałowych i dywidendowych. Warto dodać, że przyjęcie jako podstawowej idei tworzenia wartości dla akcjonariuszy nie musi, zdaniem Cwynarów, być sprzeczne z interesami innych zainteresowanych stron, a co więcej może przyczynić się do skuteczniejszego zaspokajania potrzeb interesariuszy<sup>21</sup>.

Koncepcja tworzenia wartości dla akcjonariuszy zyskała popularność w Stanach Zjednoczonych głównie za sprawą dwóch publikacji *Creating Shareholders Value* autorstwa Alfreda Rappaporta<sup>22</sup>, uznanego za prekursora w zakresie zarządzania wartością przedsiębiorstwa VBM (*value based management*), a także *Valuation: measuring and managing the value of companies*, której autorami są Thomas Copeland i in.<sup>23</sup>. Praktyczna implementacja jednej z dwóch koncepcji w danym kraju zależy jednak w głównej mierze od uwarunkowań gospodarczych i zasad nadzoru korporacyjnego (*corporate governance*). Na przykład w większym stopniu pluralistyczny model kontynentalny zakłada postrzeganie przedsiębiorstwa jako odpowiedzialnego wobec wielu grup interesariuszy, zaś monistyczny model anglosaski skupia się na kategoriach tworzenia wartości dla akcjonariuszy. Pierwszy z wymienionych modeli stosowany jest m.in. w Niemczech, Holandii, Szwecji, Danii czy Norwegii, zaś drugi m.in. w Stanach Zjednoczonych czy Wielkiej Brytanii. Inne kraje europejskie (w tym Polska) przyjmują czasem modele pośrednie, ale zazwyczaj charakterystyczne do podejścia kontynentalnego<sup>24</sup>. Nie bez znaczenia jest także rola firm doradczych, konsultingowych bądź audytorskich, które często stoją za wdrożeniem koncepcji VBM i wykorzystaniem mierników jej towarzyszących<sup>25</sup>.

Przedstawiona różnorodność koncepcji wartości wynika także z odmiennych podejść do szacowania wartości przedsiębiorstwa (zob. rys. 7.1). Ogólnie wyodrębnia się trzy metody wyceny przedsiębiorstw: dochodowe, majątkowe i porównawcze. Można je podzielić też na metody bazujące na: majątku przedsiębiorstwa, podejściu dochodowym, majątku przedsiębiorstwa i podejściu dochodowym (mieszane) oraz metody rynkowe (mnożnikowe)<sup>26</sup>.

21 A. Cwynar, W. Cwynar, *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości, Warszawa–Rzeszów 2007, s. 16.

22 A. Rappaport, *op. cit.*

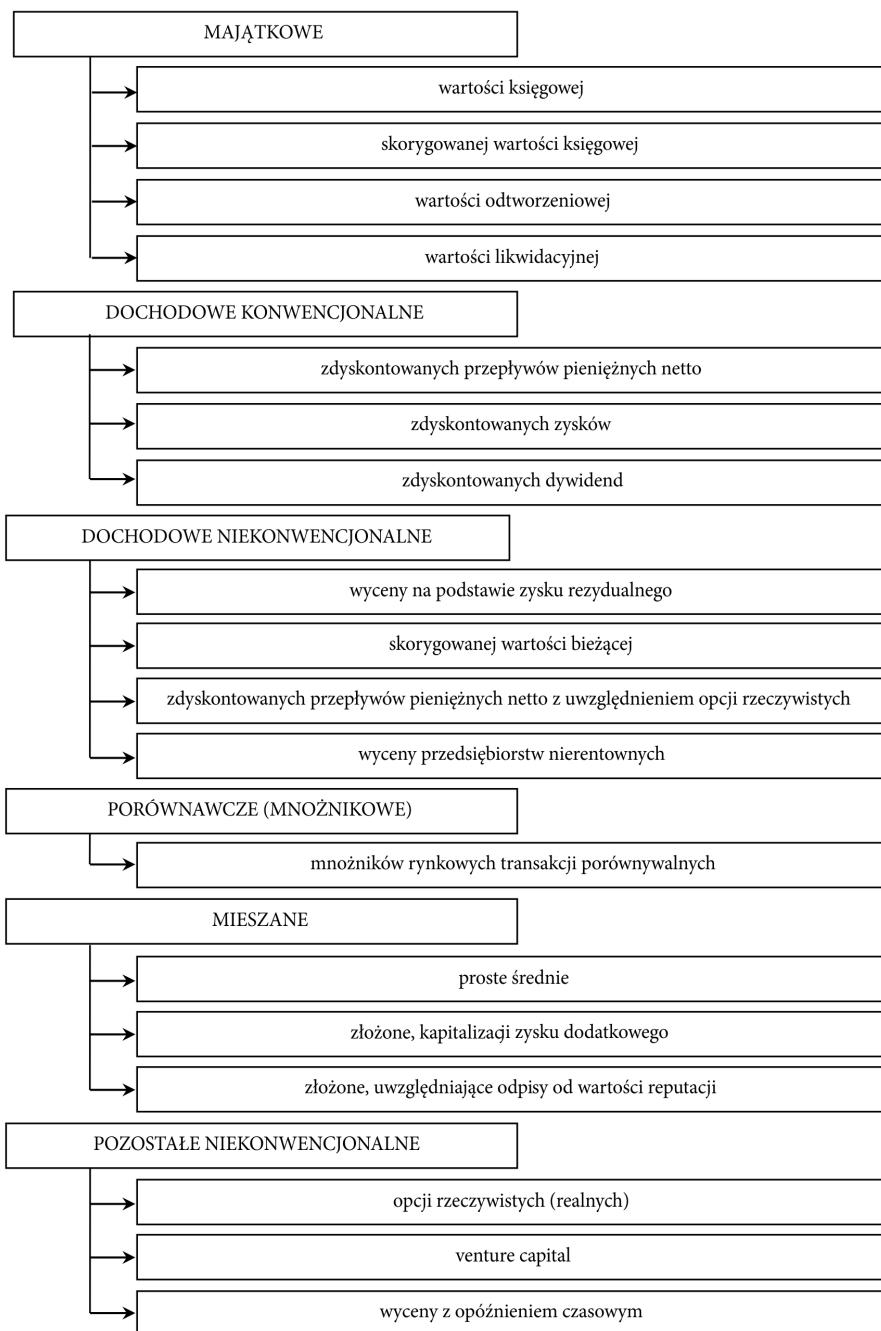
23 T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*

24 M. Jerzemowska, *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002, s. 25–26; M. Marcinkowska, *Roczny raport...*, s. 14.

25 Np. Miernik EVA (*economic value added*, ekonomiczna wartość dodana) opracowany został w firmie Stern Stewart & Co., zaś CFROI (*cash-flow return on investment*, gotówkowy zwrot z inwestycji) w Holt Value Associates.

26 A. Szablewski, R. Tuzimek (red nauk.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2004, s. 143–150.





**Rysunek 7.1.** Klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstwa

**Źródło:** opracowanie własne za: A. Fierla, *Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008.

W literaturze zagranicznej sposoby wyceny przedsiębiorstw klasyfikuje się, wyodrębniając metody:

- 1) dochodowe, porównawcze i oparte na opcjach realnych (Tim Koller, Marc Goedhart i David Wessels);
- 2) bezpośrednią (inaczej dochodową), porównawczą, opartą na teorii opcji i majątkową (Aswath Damodaran);
- 3) oparte na modelach wartości dzisiejszej netto, na teorii opcji i porównawcze (Matthias Meitner)<sup>27</sup>.

Polscy autorzy prezentują z kolei metody:

- 1) majątkowe, dochodowe i mieszane (Ryszard Borowiecki i in.);
- 2) majątkowe, dochodowe, mieszane, porównawcze i niekonwencjonalne (Dariusz Zarzecki);
- 3) majątkowe, dochodowe, mieszane i niekonwencjonalne (Mieczysław Kufel);
- 4) historyczną (księgową), ogólną siły nabywczej pieniądza, wartości bieżącej i mieszane (Aldona Kamela-Sowińska)<sup>28</sup>.

W odniesieniu do spółek giełdowych naczelne miejsce zajmuje wartość rynkowa przedsiębiorstwa (*market value*), odzwierciedlająca najbardziej prawdopodobną cenę, przy której dany walor stałby się przedmiotem transakcji kupna–sprzedaży na dostatecznie konkurencyjnym i otwartym rynku. Kupujący i sprzedający musieli by przy tym działać racjonalnie, dysponować niezbędnymi informacjami i nie kierować się przymusem czy aktualną sytuacją bądź nastrojami panującymi na rynku<sup>29</sup>. Innymi słowy, wartość rynkowa to cena przedsiębiorstwa na zorganizowanym i niezmanipulowanym rynku, reprezentująca rezultat porozumienia dwóch lub więcej stron transakcji<sup>30</sup>. W skrócie można przyjąć, że to cena spółki określona przez kursy jej akcji na giełdzie, czyli w warunkach nieograniczonego dostępu do transakcji, kiedy nabywcy z zasady mają równy dostęp do informacji o spółce i warunkach jej działalności<sup>31</sup>.

27 Por. T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, Hoboken 2010; M. Meitner, *The Market Approach to Comparable Company Valuation*, Physica Verlag, Heidelberg 2006; A. Damodaran, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Wiley & Sons, Hoboken 2002.

28 Por. R. Borowiecki (red.), *Wycena przedsiębiorstw: metody, procedury, przykłady*, wyd. 2, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa, Uniwersytet Ekonomiczny, Warszawa–Kraków 1993; D. Zarzecki, *op. cit.*; A. Kamela-Sowińska, *Wycena przedsiębiorstw i ich mienia*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Handlu i Rachunkowości, Poznań 2006; B. Nita, *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.

29 M. Michalski, *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 10.

30 D. Zarzecki, *op. cit.*, s. 25.

31 S. Wrzosek, *Decyzje strategiczne i bieżące a wartość przedsiębiorstwa*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, t. 2, Novum, Płock–Łódź 2001, s. 26.

Szacowanie rynkowej wartości spółek giełdowych jest możliwe dzięki użyciu tych metod wyceny, które odchodzą od tradycyjnego podejścia do wartości majątkowej bądź dochodowej. Najlepszym weryfikatorem wyceny jest w takim układzie rynek kapitałowy, który dostarcza różnorodnych danych (wskaźników, mnożników) określających charakter efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw. W praktyce można wykorzystać mnożniki służące do ustalania zarówno wartości rynkowej całego przedsiębiorstwa (*enterprise value*), jak i wartości rynkowej kapitału własnego przedsiębiorstwa (*equity value*)<sup>32</sup>. Mniej znane są mnożniki sektorowe, stosowane tylko dla jednego wybranego sektora gospodarki, i mnożniki transakcyjne, nawiązujące do metody transakcji porównywalnych, czyli danych o ostatnio przeprowadzonych transakcjach kupna–sprzedaży. Najbardziej rozpowszechnionymi są mnożniki prowadzące do bezpośredniego ustalenia wartości rynkowej kapitału własnego przedsiębiorstwa. Można do nich zaliczyć współczynniki takie jak:

- cena do zysku – P/E (*price/earnings ratio*);
- cena do wartości księgowej – P/BV (*price/book value*);
- cena do sprzedaży – P/S (*price/sales*);
- cena do przepływów pieniężnych – P/CF (*price/cash flow*);
- dywidenda do ceny – D/P (*dividend/price*);
- dywidenda do sprzedaży – D/S (*dividend/sales*)<sup>33</sup>.

Mimo że stosowanie tych mnożników w wycenie przedsiębiorstw uznaje się za zwyczajowo praktykowany i najprostszy sposób<sup>34</sup>, głównym problemem związanym z ich wykorzystywaniem jest wiarygodność i porównywalność uzyskanych wyników, szczególnie mając na względzie rodzaj i cechy rynku kapitałowego, na którym działają dane spółki i do których mają dostęp inwestorzy. By wycena była rzeczywiście rynkowa (obiektywna), powinien to być rynek o dużym stopniu efektywności informacyjnej<sup>35</sup>, gdyż zewnętrzna ocena wartości spółki dokonywana przez inwestorów na rynku kapitałowym zależy nie tylko od jej wartości wewnętrznej (wynikającej z analizy fundamentalnej), ale także od różnego rodzaju ryzyk i nieracjonalnych zachowań, często pochodzących z obszaru finansów behawioralnych<sup>36</sup>. Racjonalna

32 A. Szablewski, R. Tuzimek (red. nauk.), *op. cit.*, s. 200n.

33 Por. M. Panfil, A. Szablewski (red.), *op. cit.*

34 J.R. English, *Applied Equity Analysis*, McGraw-Hill, New York 2001, s. 289.

35 W literaturze przedmiotu wyróżnia się trzy wersje hipotezy efektywności informacyjnej rynku przyjmujące różne typy informacji znajdujących odzwierciedlenie w cenach papierów wartościowych: słaba efektywność rynku (*weak form efficiency*), średnia efektywność rynku (*semi-strong form efficiency*) i mocna efektywność rynku (*strong form efficiency*). Ten trzeci stopień oznacza sytuację, gdy wszystkie dostępne informacje o wyemitowanej przez daną spółkę akcji (jak również dane poufne) są niezwłocznie odzwierciedlane w jej bieżącej cenie. Mocna efektywność jest w praktyce nieweryfikowalna. Por. E.F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „The Journal of Finance” 1970, vol. 25, no. 2; K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje: instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 87–88.

36 Por. A. Szyszka, *Behavioral Finance and Capital Markets. How Psychology Influences Investors and Corporations*, Palgrave Macmillan, New York 2013; J. Gajdka, *Behawioralne finanse*

inwestycja, jak zauważyli Peter Howells i Keith Bain, będzie dokonywana wówczas, gdy inwestor „działa w sposób zapewniający maksymalizację własnych korzyści i poprawnie wyjaśnia ogólną sytuację ekonomiczno-finansową przedsiębiorstwa”<sup>37</sup>.

## 7.2. Nośniki wartości rynkowej przedsiębiorstwa

Chcąc analizować proces maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa, należy określić, jakie czynniki w głównej mierze ją kształtują. Nośniki wartości, nazywane często determinantami, czynnikami, komponentami bądź generatorami wartości (*value drivers*)<sup>38</sup>, stanowią wszelkie możliwe źródła, tkwiące zarówno wewnątrz, jak i na zewnątrz przedsiębiorstwa, mające charakter mikro- i makroekonomiczny, które przyczyniają się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

Na podstawie analizy literatury przedmiotu można stwierdzić, że najwięcej uwagi poświęca się problemowi wpływu na wartość przedsiębiorstwa czynników mikroekonomicznych, rzadziej zaś dostrzega się nośniki natury makroekonomicznej bądź sektorowej (branżowej). Abstrahując od czynników wewnętrznych leżących po stronie przedsiębiorstw, wśród wymienianych przez autorów wysoce zróżnicowanych determinant ich wartości można wyróżnić m.in. PKB, wzrost gospodarczy, inflację, stopę procentową, poziom deficytu budżetowego, kursy walut, koniunkturę, rynek pracy, trendy rynkowe, rozwój rynku finansowego, swobodę prowadzenia działalności gospodarczej, regulacje prawno-podatkowe czy ustrój ekonomiczny, jak też stabilność i ryzyko danego kraju<sup>39</sup>.

---

*przedsiębiorstw. Podstawowe podejścia i koncepcje*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013; P. Zielonka, *Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*, CeDeWu, Warszawa 2006.

37 P. Howells, K. Bain, *The Economics of Money, Banking and Finance*, 4th ed., Financial Times Prentice Hall, Harlow 2008, s. 548.

38 Por. B. Nita, *op. cit.*, s. 28.

39 Por. A. Rappaport, *op. cit.*; T. Rojek, *Stymulanty procesów zmian wartości przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2011, nr 46; M. Marcinkowska, *Kształtowanie wartości...*; C.D. Ittner, *Assesing Empirical Research in Managerial Accounting: A Value Based Management Perspective*, „Journal of Accounting & Economics” 2011, vol. 32, no. 1–3; T. Gołębiowski, *Zarządzanie strategiczne. Planowanie i kontrola*, Difin, Warszawa 2001; K. Spremann, *Finanzanalyse und Unternehmensbewertung*, R. Oldenbourg Verlag, München–Wien 2002; T. Dudycz, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005; D. Kowal, *Kluczowe czynniki tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2005, nr 43; R.W. Mills, *Dynamika wartości przedsiębiorstwa dla udziałowców, zasady i praktyka analizy wartości strategicznej*, tłum. A. Pawelska, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2005; W. Skoczylas (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007; R.S. Kaplan,

W literaturze przedmiotu wymienia się wiele różnorodnych mikroekonomicznych ujęć generatorów wartości przedsiębiorstwa. Zgodnie z poglądami prezentowanymi przez Andrew Blacka, Philipa Wrighta i Johna Bachmana nośniki wartości można podzielić na trzy główne grupy: strategiczne, finansowe i operacyjne, przy czym przejście od poziomu determinant strategicznych do operacyjnych odbywa się przy udziale komponentów finansowych mających w dużej mierze charakter taktyczny<sup>40</sup>. Za najbardziej znany i rozpowszechniony należy uznać podział nośników wartości zaprezentowany przez Rappaporta, który do trzech głównych komponentów wartości zaliczył: przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, stopę dyskontową oraz poziom zadłużenia przedsiębiorstwa. Zidentyfikował następnie kilka zasadniczych czynników kształtujących wartość, wśród których wyodrębnił m.in.<sup>41</sup>:

- 1) okres wzrostu wartości,
- 2) stopę wzrostu sprzedaży,
- 3) marżę zysku operacyjnego,
- 4) inwestycje w kapitał trwały,
- 5) inwestycje w kapitał obrotowy netto,
- 6) gotówkową stopę podatku dochodowego,
- 7) koszt kapitału.

Ostatecznie dokonał szczegółowego pogrupowania wszystkich nośników wartości na czynniki operacyjne, inwestycyjne, finansowe i o charakterze ogólnym (zob. tab. 7.1).

**Tabela 7.1.** Nośniki wartości przedsiębiorstwa według Alfreda Rappaporta

Grupy nośników	Nośniki
czynniki operacyjne	<ul style="list-style-type: none"> <li>• stopa wzrostu przychodów ze sprzedaży</li> <li>• marża zysku operacyjnego</li> <li>• stopa podatku dochodowego</li> </ul>
czynniki inwestycyjne	<ul style="list-style-type: none"> <li>• inwestycje w aktywa trwałe</li> <li>• inwestycje w kapitał obrotowy netto</li> </ul>
czynniki finansowe	<ul style="list-style-type: none"> <li>• koszt kapitału</li> <li>• struktura kapitału</li> </ul>
czynniki o charakterze ogólnym	<ul style="list-style-type: none"> <li>• strategiczny okres wzrostu wartości (możliwości kreowania wartości, okres przewagi konkurencyjnej)</li> </ul>

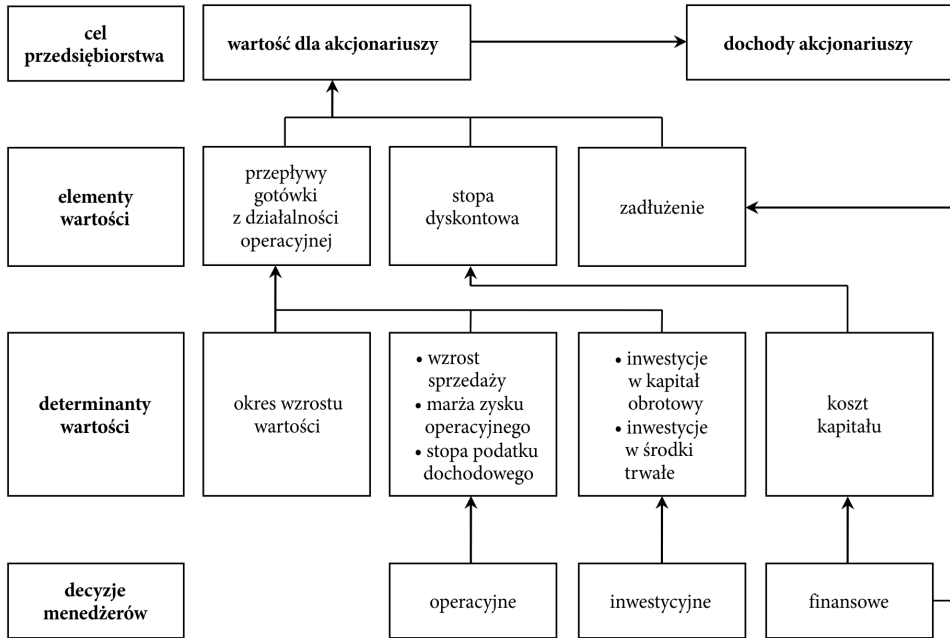
**Źródło:** opracowanie własne za: A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, tłum. M. Nowak, Warszawa 1999, s. 65.

D.P. Norton, *Wdrażanie strategii dla osiągnięcia przewagi konkurencyjnej*, tłum. G. Łuczkiwicz, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010; Z. Serrasqueiro et al., *Are there Non-Linearities between SME Growth and its Determinants? A Quantile Approach*, „Industrial and Corporate Change” 2010, vol. 19, no. 4.

40 A. Black, P. Wright, J.E. Bachman, *op. cit.*, s. 34.

41 A. Rappaport, *op. cit.*, s. 65.

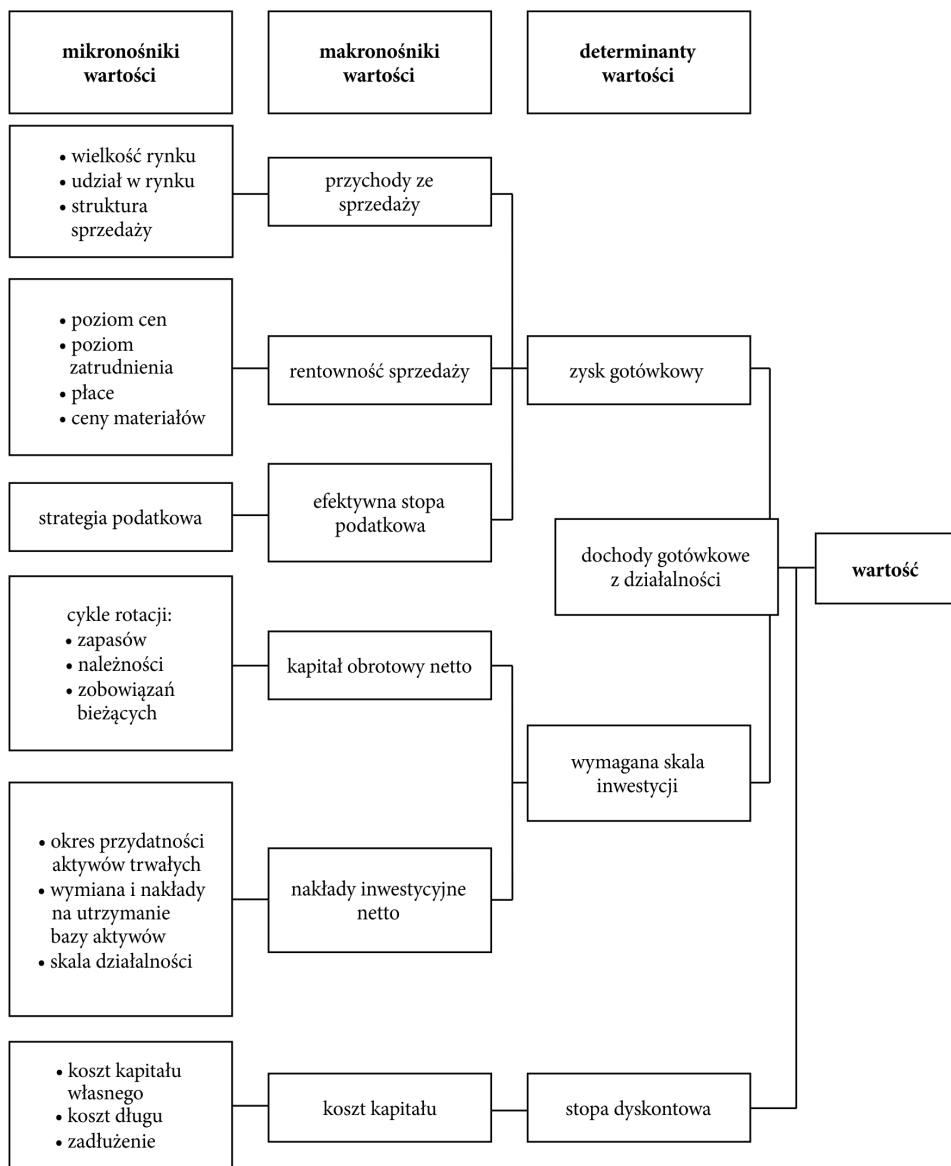
Zgodnie z podejściem Rappaporta wartość przedsiębiorstwa dla właściciela równa jest wartości przedsiębiorstwa pomniejszonej o wartość zadłużenia. W rezultacie utożsamia on nośniki wartości dla akcjonariuszy z nośnikami wartości przedsiębiorstwa, prezentując jednocześnie proces (sieć) kreowania tej wartości (zob. rys. 7.2).



**Rysunek 7.2.** Proces kreowania wartości dla akcjonariuszy według Alfreda Rappaporta  
**Źródło:** opracowanie własne za: A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, tłum. M. Nowak, Warszawa 1999, s. 65.

Do akcentowanych przez Rappaporta nośników wartości Black, Wright i Bachman dodali ponadto elementarne czynniki operacyjne, w tym m.in. jednostkowy poziom sprzedaży, warunki sprzedaży, koszty ogólne, cenę, produkcję, budżetowanie kapitałowe, asortyment, harmonogram pracy, politykę płatności, innowacyjność, lokalizację, produktywność, przestoje itp.<sup>42</sup>. Dodatkowo David Walters zidentyfikował elementy takie jak: zarządzanie lojalnością klientów, koprodukcja, dźwignia operacyjna i finansowa, kontrola, strategiczne oraz operacyjne przepływy gotówki, zarządzanie zdolnościami wytwórczymi dostępnymi i wykorzystywanymi<sup>43</sup>.

42 A. Black, P. Wright, J.E. Bachman, *op. cit.*, s. 101.  
 43 D. Walters, *The Implications of Shareholder Value Planning and Management for Logistics Decision Making*, „International Journal of Physical Distribution & Logistics Management” 1999, vol. 29, no. 4.



**Rysunek 7.3.** Mikroośniki, makroośniki i determinanty wartości przedsiębiorstwa

**Źródło:** M. Michalski, *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 29–44.

Podobną jak Rappaport klasyfikację prezentują polscy autorzy. Na przykład Aleksandra Duliniec do podstawowych czynników wzrostu wartości przedsiębiorstwa zaliczyła: tempo wzrostu sprzedaży, marżę zysku operacyjnego, stawkę

podatku dochodowego, tempo wzrostu zainwestowanego kapitału, strukturę i koszt kapitału, długość okresu wzrostu<sup>44</sup>. Michał Michalski proponuje podobny zbiór determinant z wyodrębnieniem mikronośników, makronośników i determinant wartości (zob. rys. 7.3)<sup>45</sup>.

Dominik Kowal, bazując na podejściu Rappaporta i Michalskiego, wskazuje z kolei nie tylko makro- i mikronośniki wartości, ale podaje precyzyjne sposoby jej podwyższania (zob. tab. 7.2).

**Tabela 7.2.** Nośniki wartości przedsiębiorstwa i sposoby jej podwyższania

<b>Makronośniki wartości</b>	<b>Mikronośniki wartości</b>	<b>Sposoby podwyższania wartości</b>
1	2	3
stopa wzrostu przychodów ze sprzedaży	<ul style="list-style-type: none"> <li>wielkość rynku</li> <li>udział w rynku</li> <li>struktura sprzedaży</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>wzrost efektywności operacyjnej przez przygotowanie oferty odpowiednich produktów</li> <li>wzrost udziału w rynku i utrzymanie rentownych rynków</li> <li>wejście na nowe rynki</li> <li>opracowanie nowych produktów</li> <li>globalizacja działalności</li> <li>opracowanie i wdrożenie nowej polityki sprzedażowej (promocyjnej)</li> <li>oferowanie korzyści cenowych</li> </ul>
marża zysku operacyjnego na sprzedaży (rentowność sprzedaży)	<ul style="list-style-type: none"> <li>poziom cen</li> <li>poziom zatrudnienia</li> <li>płace</li> <li>ceny materiałów</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>restrukturyzacja kosztów</li> <li>optymalizacja produkcji</li> <li>restrukturyzacja zatrudnienia</li> <li>wzrost wydajności</li> <li>standaryzacja produkcji</li> <li>wzrost efektywności sprzedaży</li> <li>outsourcing</li> <li>zarządzanie procesami</li> <li>rozwój systemów informatycznych</li> </ul>
stopa podatkowa	<ul style="list-style-type: none"> <li>strategie podatkowe</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>wykorzystanie ulg i zwolnień</li> <li>wykorzystanie efektu osłony podatkowej</li> <li>rozważenie struktury holdingu międzynarodowego</li> <li>planowanie w zakresie ceł i cen w obrocie wewnętrznym</li> <li>lokalizacja przedsiębiorstwa</li> </ul>

44 A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, wyd. 2 zm., Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 136.

45 Należy zaznaczyć, że mikro- i makronośniki w tym ujęciu nie są tożsame z determinantami mikro- i makroekonomicznymi.



Tabela 7.2 (cd.)

1	2	3
inwestycje w kapitał obrotowy netto	<ul style="list-style-type: none"> <li>• cykl rotacji zapasów</li> <li>• cykl rotacji należności</li> <li>• cykl regulowania zobowiązań bieżących</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• wdrożenie monitoringu w zakresie kapitału obrotowego</li> <li>• optymalizacja stanu zapasów</li> <li>• skracanie cyklu należności, m.in. przez system opustów za wcześniejszą płatność</li> <li>• minimalizacja sald wolnej gotówki</li> <li>• poprawa zarządzania bieżącymi zobowiązaniami</li> <li>• wdrożenie systemu zarządzania łańcuchem dostaw</li> </ul>
inwestycje w aktywa trwałe	<ul style="list-style-type: none"> <li>• okres przydatności aktywów</li> <li>• skala działalności</li> <li>• wymiana i nakłady na utrzymanie zasobów majątkowych</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• wydzielenie spółek i sprzedaż udziałów</li> <li>• inwestowanie w rentowne projekty o dodatniej wartości bieżącej netto</li> <li>• sprzedaż niewykorzystanego majątku</li> <li>• leasing zwrotny aktywów</li> <li>• wynajmowanie niewykorzystanych aktywów</li> </ul>
struktura i koszt kapitału	<ul style="list-style-type: none"> <li>• koszt kapitału własnego</li> <li>• koszt długu</li> <li>• poziom zadłużenia</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• pozyskiwanie najtańszych źródeł finansowania</li> <li>• właściwy dobór źródeł finansowania</li> <li>• kalkulacja odpowiedniego poziomu dźwigni finansowej</li> <li>• wyznaczenie porównywalnego w sektorze kosztu kapitału własnego i średnioważonego kosztu kapitału</li> <li>• instrumenty pozyskiwania kapitału</li> </ul>
okres przewagi konkurencyjnej (okres wzrostu wartości)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• zyskowność inwestycji</li> <li>• rodzaj strategii rynkowej</li> <li>• siła konkurencji</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• innowacyjność</li> <li>• otwarcie na zmiany w przedsiębiorstwie</li> <li>• poprawa stosunków z inwestorami</li> <li>• poprawa przepływów pieniężnych</li> <li>• koncentracja na kluczowych kompetencjach</li> <li>• system motywacyjny oparty na wartości przedsiębiorstwa</li> </ul>

**Źródło:** D. Kowal, *Kluczowe czynniki tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Prace Instytutu Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw” 2005, nr 43, s. 135.

Marcinkowska dzieli natomiast źródła wartości z punktu widzenia regulacji rachunkowości finansowej na ujmowane w sprawozdawczości przedsiębiorstw lub możliwe do przeanalizowania na podstawie danych zawartych w sprawozdaniach (zysk, koszt kapitału, ryzyko, wzrost, niedoszacowane i nieewidencjonowane składniki bilansu, efekt synergii) oraz na czynniki wewnętrzne i zewnętrzne nieuwzględniane w sprawozdaniach finansowych (zob. tab. 7.3).

**Tabela 7.3.** Źródła wartości przedsiębiorstwa z perspektywy rachunkowości finansowej

Źródła wartości przedsiębiorstwa		
Związane ze sprawozdaniami finansowymi	Niezwiązane ze sprawozdaniami finansowymi	
	zewnętrzne	wewnętrzne
<ul style="list-style-type: none"> <li>• nieewidencjonowane aktywa</li> <li>• niedoszacowane aktywa, przeszacowane zobowiązania</li> <li>• efekt synergii</li> <li>• koszt kapitału</li> <li>• rentowność</li> <li>• ryzyko</li> <li>• wzrost</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• lokalizacja</li> <li>• dostęp do zasobów naturalnych</li> <li>• kontrola zasobów,</li> <li>• słaba konkurencja</li> <li>• pozycja monopolistyczna</li> <li>• rozwój infrastruktury</li> <li>• właściciele</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• wizja, misja, strategia</li> <li>• kapitał ludzki, kultura organizacyjna</li> <li>• lojalni klienci, produkt, innowacyjność, tajemnica procesu technologicznego, badania i rozwój, jakość</li> <li>• dostawcy</li> <li>• informacje, systemy informacyjne</li> <li>• marka, znaki towarowe</li> <li>• wpływ na środowisko naturalne</li> <li>• efektywna reklama i <i>public relations</i></li> <li>• alianse strategiczne, połączenia, przejęcia</li> </ul>

**Źródło:** opracowanie własne za: M. Marcinkowska, *Kształtowanie wartości firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 38.

Całkiem odmienny pogląd, dalece odbiegający od poprzednich koncepcji generatorów wartości przedstawiają Bogdan Nogalski, Jacek Rybicki i Henryk Marcinkiewicz. Prezentując podejście procesowe, wskazują, że rolę nośników wartości z powodzeniem mogą pełnić różne koncepcje zarządzania, w tym: *total quality management*, *just in time*, *lean thinking*, *reengineering*, *lean management*, *lean production* czy *outsourcing*<sup>46</sup>.

### 7.3. Zysk księgowy jako determinanta wartości rynkowej przedsiębiorstwa

W proponowanych podejściach, tak krajowych, jak i zagranicznych autorów, pojawiają się determinanty kojarzone z zyskiem księgowym bądź zyskowością (rentownością) przedsiębiorstwa, szczególnie w obszarze operacyjnym, np. marży ze

<sup>46</sup> B. Nogalski, J.M. Rybicki, H. Marcinkiewicz, *Zarządzanie antykrzysowe jako value driver*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, t. 5, Novum, Płock–Łódź 2004, s. 45.

sprzedaży (rentowności sprzedaży). Jan Śliwa i Sławomir Wymysłowski za trzy kluczowe czynniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa uznają nośniki związane z: kreowaniem przychodów, optymalizowaniem procesów dotyczących działalności operacyjnej i wyzwaniem zamrożonych środków finansowych<sup>47</sup>. Na tle zaprezentowanego przez Dudycza zbioru wartościotwórczych mierników pozwalających na właściwą ocenę stopnia realizacji maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa można zauważyć, że ważną kategorię po stronie marży zysku operacyjnego bądź okresu wzrostu wartości stanowi zysk lub miary rentowności, np. RoE lub RoI (zob. tab. 7.4).

**Tabela 7.4.** Nośniki wartości przedsiębiorstwa i kryteria ich pomiaru

Nośniki wartości	Mierniki
stopa wzrostu sprzedaży	<ul style="list-style-type: none"> <li>wzrost udziału w rynku/wzrost rynku</li> <li>roczny wzrost sprzedaży</li> </ul>
marża zysku operacyjnego	<ul style="list-style-type: none"> <li>planowana/aktualna marża (wzrost, EBIT)</li> <li>efektywność zaopatrzenia i produkcji</li> </ul>
inwestycje w kapitał obrotowy netto	<ul style="list-style-type: none"> <li>kapitał obrotowy netto/sprzedaż</li> <li>struktura kapitału pracującego</li> </ul>
inwestycje w kapitał stały	<ul style="list-style-type: none"> <li>produktywność aktywów stałych (aktywa stałe/sprzedaż)</li> </ul>
koszt kapitału	<ul style="list-style-type: none"> <li>struktura kapitału</li> <li>udział kapitału z poszczególnych źródeł</li> </ul>
okres wzrostu wartości	<ul style="list-style-type: none"> <li>dodatnia wartość bieżąca netto/horyzont czasu</li> <li>wzrost RoI i RoE</li> </ul>
wolne strumienie gotówki (FCF)	<ul style="list-style-type: none"> <li>planowane/rzeczywiste w prognozowanym okresie</li> </ul>
dźwignia operacyjna	<ul style="list-style-type: none"> <li>koszt stały/koszt zmienny</li> </ul>
dźwignia finansowa i kontrola przedsiębiorstwa	<ul style="list-style-type: none"> <li>wskaźnik dług/kapitał własny</li> <li>koszt kapitału</li> <li>pokrycie odsetek</li> </ul>
operacyjny przepływ gotówki	<ul style="list-style-type: none"> <li>gotówka operacyjna/sprzedaż</li> <li>planowana/rzeczywista płynność</li> </ul>
strategiczny przepływ gotówki	<ul style="list-style-type: none"> <li>strategiczne przepływy gotówki z przyszłej sprzedaży</li> </ul>
zarządzanie zdolnością wytwórczą	<ul style="list-style-type: none"> <li>planowana zdolność/rynkowa zdolność</li> <li>planowane wykorzystanie zdolności/rynkowe wykorzystanie</li> <li>dostępna zdolność wytwórcza</li> </ul>

**Źródło:** T. Dudycz, *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 2001, s. 33.

47 J. Śliwa, S. Wymysłowski, *Podstawowe czynniki kreujące wartość przedsiębiorstwa*, CeDeWu, Warszawa 2001, s. 140.

Niektórzy z autorów potwierdzają wprost, że zysk postrzegany jest jako jeden z nośników wartości<sup>48</sup>. Sławomir Nahotko podaje, że z czynników zależnych od przedsiębiorstwa wpływających na jego wartość rynkową należy wymienić zysk, ryzyko i perspektywy rozwoju. Te ostatnie zależą także od zysku osiągniętego przez daną jednostkę<sup>49</sup>. Jak wynika z badań ankietowych przeprowadzonych w niemieckich spółkach giełdowych (zob. tab. 7.5), najczęściej wskazywanymi finansowymi czynnikami kształtującymi wartość przedsiębiorstwa były: wielkość wyniku finansowego, inwestycje, wolne przepływy pieniężne i rentowność kapitału<sup>50</sup>.

**Tabela 7.5.** Istotność nośników wartości w niemieckich spółkach giełdowych według opinii respondentów (w nawiasie liczba wskazań)

Finansowe nośniki wartości	Niefinansowe nośniki wartości
<ul style="list-style-type: none"> <li>• wynik finansowy/wielkość wyniku finansowego (22)</li> <li>• inwestycje/wzrost inwestycji (11)</li> <li>• wolne przepływy pieniężne (9)</li> <li>• rentowność kapitału i obrotu (6)</li> <li>• obrót/wzrost obrotu (5)</li> <li>• koszty kapitału (4)</li> <li>• zmiana wartości kapitału (4)</li> <li>• struktura kapitału (3)</li> <li>• kapitał obrotowy (3)</li> <li>• wkład materiałowy (2)</li> <li>• postęp/poprawa produktywności (2)</li> <li>• zarządzanie finansami/finansowanie (2)</li> <li>• koszty kapitału obcego/zadłużenie (2)</li> <li>• koszty stałe i zarządzanie nimi (2)</li> <li>• koszty sprzedaży i administracyjne (2)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• poprawa pozycji/przywództwo/udział na rynku (15)</li> <li>• know-how/kwalifikacje kadry (11)</li> <li>• jakość produktu i procesu produkcji (7)</li> <li>• zadowolenie klientów (7)</li> <li>• wykorzystanie zdolności produkcyjnej (6)</li> <li>• innowacje (6)</li> <li>• wzrost rynku (5)</li> <li>• nowe produkty (5)</li> <li>• dystrybucja (4)</li> <li>• zadowolenie pracowników (2)</li> <li>• przywództwo technologiczne (2)</li> <li>• kultura organizacyjna (2)</li> <li>• wizerunek (2)</li> <li>• ceny (2)</li> <li>• produktywność (2)</li> </ul>

**Źródło:** T.M. Fischer, J. Wenzel, *Publizität von Werttreibern im Value Reporting. Ergebnisse einer empirischen Studie*, „Controlling” 2004, Bd. 16, Nr. 6, s. 308.

Dotyczące polskich spółek wyniki badań empirycznych przeprowadzonych przez Wandę Skoczylas dowodzą, że jednym z podstawowych czynników kształtujących wartość rynkową jest m.in. stopa zwrotu z kapitału własnego liczona na podstawie wyniku finansowego netto. Równie ważnymi zdaniem Tomasza Kufla czynnikami

48 Por. H. Langguth, Y. Chahed, *Wertorientierte Konzepte am Beispiel eines Brauereikonzerms* „Controlling” 2004, Bd. 16, Nr. 7, s. 400.

49 S. Nahotko, *Współczesne metody wyceny wartości przedsiębiorstwa*, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa, Oficyna Wydawnicza Ośrodka Postępu Organizacyjnego, Bydgoszcz 1998, s. 28–29.

50 T.M. Fischer, J. Wenzel, *Publizität von Werttreibern im Value Reporting. Ergebnisse einer empirischen Studie*, „Controlling” 2004, Bd. 16, Nr. 6, s. 308.

kształtującymi wartość spółek giełdowych w branży przemysłowej, teleinformatycznej i usługowej są m.in. różne kategorie wyniku finansowego<sup>51</sup>.

Jednak, jak pokazują badania przeprowadzone w trzynastu wybranych krajach, głównie europejskich, wynik finansowy netto jest w niewielkim stopniu skorelowany z wartością przedsiębiorstwa<sup>52</sup>. Ponadto w literaturze przedmiotu idea maksymalizacji zysku netto od wielu lat jest kwestionowana ze względu na jej liczne mankamenty. Najczęstsze zarzuty dotyczą tego, że zysk nie uwzględnia zmian wartości pieniądza w czasie, a jego wielkość nie pokrywa się z wielkością gotówki. Poza tym, wyniki finansowe determinowane są przez różne standardy rachunkowości i podatne na możliwe manipulacje ze strony kierownictwa. Wielkość prezentowanego w sprawozdawczości finansowej zysku zależy m.in. od przyjętych zasad księgowania zapasów, operacji leasingowych, kosztów, tworzenia rezerw itp. Nie bez znaczenia w literaturze przedmiotu dobitnie eksponuje się problem kształtowania wyników finansowych, które to kształtowanie oznacza uzasadniony, umiarkowany i zgodny z prawem proces podejmowania decyzji sprawozdawczych w celu uzyskania stabilnych i przewidywalnych rezultatów finansowych<sup>53</sup>. Stanowi ono celową ingerencję w proces sporządzania sprawozdania finansowego z intencją osiągnięcia własnych, indywidualnych (prywatnych) interesów<sup>54</sup>. Ponieważ na wielkość wyniku finansowego mogą wpływać uwarunkowania subiektywne – podejścia, postawy, motywacje kierownictwa jednostek, można wręcz mówić o polityce bilansowej, polityce zamknięcia roku obrotowego<sup>55</sup>, a także legalnym bądź nielegalnym zarządzaniu wynikiem finansowym<sup>56</sup>. Przechodzenie między tymi możliwościami, jak zaznaczają Alfred Wagenhofer i Ralf Ewert, jest w wielu wypadkach płynne<sup>57</sup>.

Kształtowanie wyników, postrzegane jako szara strefa działalności kierownictwa jednostki wykorzystującego rachunkowość do prezentacji w sprawozdaniach finansowych wyników pożądaných, a nie wyników będących rzeczywistym rezultatem działalności jednostki gospodarczej<sup>58</sup>, ma na celu<sup>59</sup>:

51 T. Kufel, *Rachunkowość a wycena przedsiębiorstwa na tle przekształceń własnościowych*, „Rachunkowość” 2005, nr 3, s. 53.

52 T. Dudycz, *op. cit.*, s. 154–155.

53 T.E. McKee, *Earnings Management. An Executive Perspective*, South-Western Educational Publishing, New York, 2005, s. 1.

54 M. Bagnoli, H.T. Liu, S.G. Watts, *Family Firms, Debtholder-Shareholder Agency Costs and the Use of Covenants in Private Debt*, „Annals of Finance” 2011, vol. 7, no. 4.

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

56 C. Hofmann, M. Arnegger, J. Kopitzke, *Gewinnmanagement und Arbeitsanreize bei fehlerhaften Performancemaßen*, „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis” 2007, Nr. 2, s. 127.

57 A. Wagenhofer, R. Ewert, *Externe Unternehmensrechnung*, Springer, Berlin 2003, s. 198.

58 A. Levitt, *The „Numbers Game”*, Speech delivered at the NYU Center for Law and Business, 1998, <https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch220.txt> (dostęp: 12.02.2020)

59 J. Spohr, *Essays on Earnings Management*, Swedish School of Economics and Business Administration, Helsingfors 2005, s. 12–28; D. Bergstresser, T. Philippon, *CEO Incentives and Earnings Management*, „Journal of Financial Economics” 2006, vol. 80, no. 3.

- 1) wygładzanie wyników (*income smoothing*) związane z raportowaniem stabilniejszego zysku,
- 2) unikanie wykazywania straty (*avoidance of accountig loss*) polegające na podejmowaniu działań mających na celu wykazanie zamiast straty nawet najmniejszego zysku,
- 3) unikanie zmniejszania zysku (*avoidance of earnings reduction*) kojarzone z unikaniem wykazywania niższego poziomu zysku niż w roku poprzednim,
- 4) intensywne zwiększanie zysku (*increasing earnings*),
- 5) dążenie do wykazywania wyższego poziomu zysku w stosunku do roku poprzedniego (*aggressive accounting*),
- 6) znaczne zredukowanie zysku lub zwiększenie straty (*big bath*).

Zdaniem Elżbiety Mączyńskiej i Lesława Pietrewicza do powszechnie stosowanych praktyk zalicza się wygładzanie wyników między okresami sprawozdawczymi przy pomocy m.in. instytucji rezerw<sup>60</sup>. Wśród menedżerów przedsiębiorstw istnieje nawet przekonanie o zasadności tego zabiegu do celów oddziaływania na notowania spółki na giełdzie<sup>61</sup>. Manipulacje księgowo, jak podaje Agnieszka Duraj, dokonywane w celu wykazania większego zysku niż ten w rzeczywistości wygoszodarowany przez spółkę, mogą być przez menedżerów uzasadniane korzyściami czerpanymi przez akcjonariuszy, np. w formie stabilności wypłat dywidendy<sup>62</sup>.

Uwagi dotyczące kreatywnej rachunkowości odnoszą się nie tylko do zysków księgowych, ale także do przepływów pieniężnych. Ponadto podkreślane mankamenty zysku wiążą się w dużej mierze z podejściem krótkookresowym, natomiast długookresowe kształtowanie się wyników finansowych stanowić może odzwierciedlenie siły rynkowej przedsiębiorstwa. Mimo że niektórzy autorzy twierdzą, iż zysk nie jest kategorią ani w pełni zrozumiałą, ani do końca przydatną, gdyż jest ustalany według zasady memoriałowej w oderwaniu od pieniądza, a ponadto pokazuje rezultaty, które mogą się nie powtórzyć<sup>63</sup>, należy zgodzić się z opinią Marii Sierpińskiej, że w długim okresie najważniejszym miernikiem rzeczywistej siły dochodowej przedsiębiorstwa jest zysk<sup>64</sup>. Ponieważ kategoria operacyjnych przepływów pieniężnych skupia się głównie na określonych obszarach efektywności, nie może być traktowana w długim okresie jako zamiennik zysku, a długoterminowe przepływy pieniężne powinny być zgodne z kształtowaniem się zysku, od którego zależą, podobnie jak wypłacana akcjonariuszom dywidenda.

60 E. Mączyńska, L. Pietrewicz, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstw – aspekty własnościowe (wyniki badań)*, [w:] A. Herman, J. Bieliński (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, CeDeWu, Warszawa 2001, s. 22.

61 M. Kronner, C. Herold, *Gestaltung der Rechnungslegungsnormen zur Vermeidung manipulativer Umsatzrealisierung*, „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis” 2007, Nr. 2, s. 151.

62 A.N. Duraj, *Funkcje rezerw w przedsiębiorstwie*, „Ekonomia” 2003, nr 11, s. 39.

63 T. Cebrowska, *Bilansowe odwzorowanie wartości i płynności*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu” 2001, nr 909, s. 9–10.

64 M. Sierpińska, *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Poltext, Warszawa–Kraków 1999, s. 91.

Mimo wszystko wynik finansowy warto zestawić z przepływami pieniężnymi, gdyż wartość przedsiębiorstwa nie tyle tworzona jest przez bieżące zyski, co w większym stopniu związana z podłożem dochodowym, kojarzonym z generowaniem środków pieniężnych. Na dowód tego można przytoczyć argument Waltersa, że najważniejszym elementem kształtowania wartości przedsiębiorstwa są przyszłe przewidywane wolne przepływy pieniężne, które poddawane są procesowi dyskontowania<sup>65</sup>. Wśród determinant wartości rynkowej przedsiębiorstwa trzeba uwzględnić także strukturę kapitału i poziom ryzyka, gdyż tworzenie wartości opiera się zarówno na racjonalnym gospodarowaniu kapitałem własnym, jak i obcym, a w szczególności na takich relacjach między nimi, przy których następuje minimalizacja średnioważonego kosztu kapitału przedsiębiorstwa. Maksymalizacja wartości rynkowej odbywa się bowiem dzięki osiągnięciu możliwie wysokiego dochodu z zainwestowanego kapitału przy akceptowanym poziomie ryzyka<sup>66</sup>. Zachodzi ona w sytuacji maksymalizacji zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych przy określonym poziomie ryzyka (wyrażonego średnioważonym kosztem kapitału) bądź minimalizacji średnioważonego kosztu kapitału przy określonych, z góry założonych wolnych środkach pieniężnych. Jak słusznie zaznacza Skoczylas, sama maksymalizacja zysku nie ma adekwatniej wartości poznawczej, gdyż wzrost zysku nie jest równoznaczny z tworzeniem wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa<sup>67</sup>. Nie bez powodu cytuje się stwierdzenie Rappaporta, że „zysk to opinia, gotówka to fakt”<sup>68</sup>.

## 7.4. Istotność decyzyjna wyniku całkowitego dla podmiotów rynku kapitałowego w Polsce

Wysoka jakość informacyjna wyniku finansowego w obszarze jego wiarygodności do celów decyzyjnych dla uczestników rynku kapitałowego mieści się, jak pokazano w rozdziale trzecim, w kategoriach braku zniekształcania wiernego i rzetelnego wizerunku spółki akcyjnej zaprezentowanego w sprawozdawczości finansowej. Wymiernymi aspektami tej jakości mogą być nie tylko oceny zmienności wyniku

65 D. Walters, *op. cit.*

66 Dochody utożsamiane są zwykle z wolnymi przepływami pieniężnymi przedsiębiorstwa FCF (*free cash flows*), zaś ryzyko ze średnim ważonym kosztem kapitału WACC (*weighted average cost of capital*). Por. J. Duraj, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1997, s. 33–34.

67 W. Skoczylas, *Ocena przydatności dotychczas stosowanych mierników w zarządzaniu wartością firmy*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 281.

68 A. Rappaport, *op. cit.* (tytuł jednego z rozdziałów).

finansowego w czasie bądź możliwego wpływu na efektywność ekonomiczną (co było przedmiotem badań przedstawionych w poprzednich rozdziałach), ale przede wszystkim oceny trwałości wyniku finansowego, jego oddziaływania na kształtowanie wartości rynkowej i predykcyjnej, w szczególności pod kątem generowania przyszłych rezultatów finansowych oraz przepływów pieniężnych. Te trzy cechy jakościowe w odniesieniu do wyniku całkowitego i dla porównania wyniku finansowego netto zbadano na przykładzie spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w latach 2009–2018. Celem tych badań była weryfikacja hipotez badawczych  $H_5$  i  $H_6$  głoszących, że kształtowanie się wyniku całkowitego spółek giełdowych w Polsce ma większy wpływ na ich wycenę rynkową niż wartość generowanego przez nie wyniku finansowego netto, a także wynik całkowity, w zestawieniu z wynikiem finansowym netto, ma większą zdolność predykcyjną w zakresie przyszłych rezultatów finansowych w ujęciu memoriałowym i kasowym oraz w odniesieniu do przyszłej wartości rynkowej tych spółek.

W pierwszej kolejności dokonano analizy trwałości wyniku całkowitego spółek na polskim rynku kapitałowym, poprzedzając ją prezentacją ujęć pomiaru trwałości wyników finansowych z wykorzystaniem analizy regresji. Na dalszym etapie badań scharakteryzowano wewnętrzne i zewnętrzne wskaźniki rynku kapitałowego oraz dokonano analizy kształtowania się wartości rynkowej spółek notowanych na GPW przy pomocy mierników kapitalizacji rynkowej i całkowitej wartości rynkowej. Trzecią część badań stanowiła statystyczna i ekonometryczna analiza wpływu wyniku całkowitego na wartość rynkową spółek w porównaniu z wpływem wyniku finansowego netto. Ostatni etap objął z kolei ocenę zdolności predykcyjnej obu tych wyników finansowych, postrzeganą z perspektywy przyszłych wyników finansowych, przepływów pieniężnych i przyszłej wartości rynkowej. W tej części pracy uwzględniono podejścia metodologiczne zarówno obecne dotychczas w literaturze przedmiotu, jak i autorskie.

### 7.4.1. Trwałość wyniku całkowitego

Jakość i użyteczność wyniku całkowitego dla podmiotów rynku kapitałowego winna być postrzegana w pierwszej kolejności jako zdolność do utrzymania jego poziomu w przyszłości<sup>69</sup>, co zwiększa przydatność tej kategorii finansowej przede wszystkim dla procesu prognozowania. Zdolność bieżącego wyniku finansowego do utrzymania poziomu w następnym okresie (bądź okresach) określana jest w literaturze przedmiotu mianem *trwałości zysku* (*earnings persistence*). Stanowi ona niezwykle ważną charakterystykę ilościową każdego wyniku finansowego przedsiębiorstwa. Powinna odnosić się do przewidywania wyniku finansowego nie tylko w następ-

<sup>69</sup> J. Francis et al., *Costs of Equity and Earnings Attributes*, „The Accounting Review” 2004, vol. 79, no. 4.



nym okresie, ale także kilku okresach, tak by na tej podstawie dokonywać prognoz strumieni przyszłych wyników, w szczególności strumieni przyszłych przepływów pieniężnych. Przepływy pieniężne stanowią podstawę jednej z głównych metod wyceny przedsiębiorstwa, a mianowicie metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF (*discounted cash flow*). Oszacowana przy użyciu tej metody wartość spółki jest w pewnym sensie aproksymacją jej wartości rynkowej o zindywidualizowanych podstawach i odzwierciedla wartość wewnętrzną (fundamentalną) wynikającą bezpośrednio z rzeczywistej zdolności do generowania dochodów dla właścicieli<sup>70</sup>. W rezultacie trwałość wyniku determinuje jego przydatność dla prognozowania zarówno cen akcji, jak i wartości rynkowej spółki.

Związek jakości z trwałością wyniku finansowego można uznać za dyskusyjny, gdyż faktycznie trwałość wyniku może oznaczać jego większą wartość predykcyjną, ale może też być rezultatem strategii zarządzania zyskiem, w szczególności strategii wygładzania wyniku między okresami (*income smoothing*), polegającego na raportowaniu stabilniejszego zysku<sup>71</sup>. Wyniki badań dotyczących trwałości wyniku całkowitego uzależnione są zatem od wielu czynników i nie zawsze muszą dawać jednoznaczne oraz definitywne wnioski na temat jakości i użyteczności tej kategorii dla rynku kapitałowego.

Abstrahując od tych niedoskonałości, należy wskazać, że wzrost zdolności predykcyjnej wyniku całkowitego zmniejsza ryzyko błędu prognoz finansowych, a w konsekwencji ryzyko podjęcia przez inwestorów nietrafnej decyzji na rynku kapitałowym. Przychylnie reakcje inwestorów na publikowane przez spółki informacje o wynikach finansowych są bowiem częstsze w podmiotach cechujących się stabilniejszym zyskiem<sup>72</sup>. Inwestorzy będą zatem unikać spółek, którym towarzyszy wysoka zmienność zysku, utożsamiana z podejmowaniem nadmiernego ryzyka inwestycyjnego. Wysoka trwałość wyniku finansowego może również determinować ten korzystny trend w przyszłości, na co zwrócili uwagę m.in. Ilia Dichev i Wei Tang oraz Robert Eccles i in.<sup>73</sup>. Dowiedli oni empirycznie, że spółki cechujące się wysoką trwałością zysku generowały znacznie wyższe wyniki finansowe w kolejnych okresach w porównaniu z podmiotami, których wyniki finansowe charakteryzowały się wysoką zmiennością.

70 A. Niemiec, *Wady i zalety wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych*, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2009, nr 12.

71 D. Bergstresser, T. Philippon, *op. cit.*

72 M.E. Barth, J.A. Elliott, M.A. Finn, *Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings*, „Journal of Accounting Research” 1999, vol. 37, no. 2; S.E. Michelson, J. Jordan-Wagner, C.W. Wootton, *The Relationship Between the Smoothing of Reported Income and Risk-Adjusted Returns*, „Journal of Economics and Finance” 2000, vol. 22, no. 2.

73 I. Dichev, V.W. Tang, *Earnings Volatility and Earnings Predictability*, „Journal of Accounting and Economics” 2009, vol. 47, no. 1–2; R.G. Eccles et al., *The Value Reporting Revolution: Moving Beyond the Earnings Game*, John Wiley & Sons, New York 2001, s. 52.

Trwałość (zmiennosc, przejściowosc) wyniku finansowego ujmowana jest zazwyczaj jako porównanie wyniku finansowego z bieżącego okresu z wynikiem z okresu poprzedniego bądź okresów przeszłych<sup>74</sup>. Wykorzystuje się w tym celu analizę regresji, w której zmienną zależną jest wynik finansowy z bieżącego okresu, zmienną niezależną przyszły wynik finansowy, zaś miernikiem trwałości wyniku parametr  $\beta$ <sup>75</sup>. W odniesieniu do wyniku całkowitego (CI) równanie regresji przyjmuje następującą postać:

$$CI_{t+1} = \alpha + \beta CI_t + \mu_t$$

dla wyniku finansowego netto (NI) wyraża się wzorem:

$$NI_{t+1} = \alpha + \beta NI_t + \mu_t$$

zaś dla pozostałego wyniku całkowitego (OCI) można je zapisać jako:

$$OCI_{t+1} = \alpha + \beta OCI_t + \mu_t$$

Im wyższa wartość parametru  $\beta$  dla danej spółki, tym trwalsze w czasie będą jej wyniki finansowe. Wartość  $\beta$  bliska jedności jest interpretowana jako wysoka trwałość wyniku, natomiast jeśli wartość ta jest bliska zeru, wówczas wynik finansowy charakteryzuje się wysoką zmiennością<sup>76</sup>. W powyższych równaniach należy zdaniem autora uwzględnić także skalę funkcjonowania przedsiębiorstwa, gdyż większe spółki w branżach o wysokiej dywersyfikacji działalności mogą mieć mniejszy problem z utrzymaniem stabilności zysku niż mniejsze jednostki w branżach o względnie większej koncentracji kapitału. W celu zminimalizowania problemu utrudnień związanych z porównywalnością wskaźników ekonomicznych, o czym była mowa w poprzednim rozdziale, wartość wyniku finansowego może być skalowana wartością aktywów całkowitych, stanowiąc docelowo punkt odniesienia dla porównań współczynników rentowności RoA. Można to zapisać następująco:

$$RoA(NI)_{t+1} = \alpha + \beta RoA(NI)_t + \mu_t$$

$$RoA(CI)_{t+1} = \alpha + \beta RoA(CI)_t + \mu_t$$

$$RoA(OCI)_{t+1} = \alpha + \beta RoA(OCI)_t + \mu_t$$

74 R. Kormendi, R. Lipe, *Earnings Innovations, Earnings, Persistence, and Stock Returns*, „Journal of Business” 1987, vol. 60, no. 3.

75 J. Francis et al., *op. cit.*

76 *Ibidem.*

Za rozwinięcie powyższego modelu można uznać autorskie, nieprezentowane wcześniej w literaturze przedmiotu podejście do badania trwałości wyniku całkowitego, które zakłada jego podział na dwa elementy składowe – wynik finansowy netto (NI) i pozostały wynik całkowity (OCI). Równanie regresji przyjmie zatem następującą postać:

$$RoA(CI)_{t+1} = \alpha + \beta_1 RoA(NI)_t + \beta_2 RoA(OCI)_t + \mu_t$$

Uzasadnieniem takiego podejścia jest przypuszczenie, że wynik finansowy netto stanowi trwalszą kategorię finansową niż pozostały wynik całkowity, który jest w większym stopniu przejściowy (*transitory earnings*), gdyż odzwierciedla niekiedy wahania rynkowe niezależne od sytuacji finansowej jednostki<sup>77</sup>.

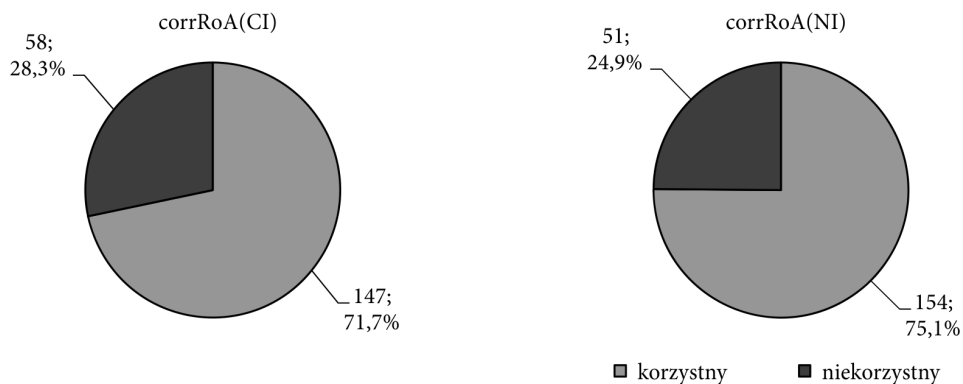
Na pierwszym etapie badania użyteczności wyniku całkowitego dla podmiotów polskiego rynku kapitałowego przeprowadzono analizę korelacji z wykorzystaniem dwojakiego rodzaju podejścia metodologicznego:

- 1) na podstawie obliczonych dla każdej spółki współczynników korelacji rang Spearmana  $\text{corrRoA}(CI)$ , czyli między  $\text{RoA}(CI)$  w okresie  $t$  a  $\text{RoA}(CI)$  w okresie  $t+1$  i analogicznych  $\text{corrRoA}(NI)$ , tzn. między  $\text{RoA}(NI)_t$  a  $\text{RoA}(NI)_{t+1}$ , sprawdzono istotność statystyczną tych różnic za pomocą testu rangowanych znaków Wilcozona;
- 2) oszacowano łącznie dla całej próby badanych spółek współczynniki korelacji rang Spearmana dla rentowności aktywów całkowitych w okresie  $t$  i  $t+1$ , szacowanej przy wykorzystaniu wyniku finansowego netto (NI), wyniku całkowitego (CI) oraz pozostałego wyniku całkowitego (OCI).

Jak wynika z rysunków 7.4 i 7.5, obliczone dla każdej z 205 spółek poddanych badaniu indywidualne współczynniki korelacji  $\text{corrRoA}(CI)$  i  $\text{corrRoA}(NI)$  świadczą zarówno o korzystnej, jak też niekorzystnej zależności między badanymi zmiennymi, z niewątpliwą przewagą aprobatywnego charakteru. Korelacja ta była natomiast słaba bądź przeciętna.

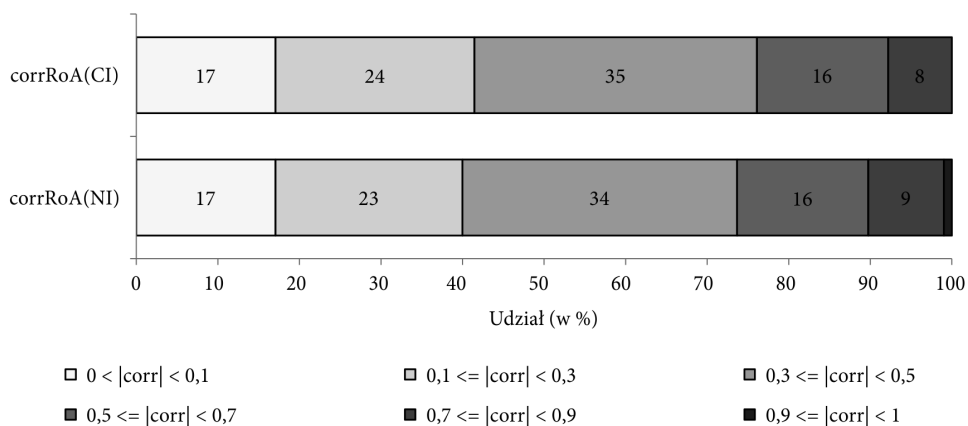
Wyniki pokazane w tabeli 7.6 dowodzą, że średnie wielkości współczynników korelacji  $\text{corrRoA}(CI)$  i  $\text{corrRoA}(NI)$ , potraktowane dalej jako zmienne, wyraźnie różniły się w zależności od sektora i nie musiały świadczyć o przewadze wyniku całkowitego nad wynikiem finansowym netto. Wyższe współczynniki korelacji dla NI odnotowano w czterech branżach – finanse, paliwa i energia, dobra konsumpcyjne oraz technologie. Zarówno średnia, jak i mediana współczynników korelacji  $\text{corrRoA}(NI)$  była nieco wyższa niż dla współczynników  $\text{corrRoA}(CI)$ .

<sup>77</sup> Rozgraniczenie wyniku finansowego na mniej i bardziej trwałe składniki odpowiada podejściu Sloana, który podzielił wynik finansowy na dwie części: cechujące się wyższą trwałością przepływy pieniężne i charakteryzujące się niższą trwałością korekty memoriałowe. Por. R.G. Sloan, *op. cit.*



**Rysunek 7.4.** Charakter zależności dla corrRoA(CI) i corrRoA(NI) (liczba spółek i udział w %)

**Źródło:** opracowanie własne.



**Rysunek 7.5.** Struktura spółek w podziale na siłę zależności dla corrRoA(CI) i corrRoA(NI)

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela 7.6.** Miary corrRoA(CI) i corrRoA(NI) dla badanych spółek w podziale na sektory w latach 2009–2018

Sektory	Miary	corrRoA(CI)	corrRoA(NI)
	1	2	3
finanse		0,051	0,105
paliwa i energia		0,092	0,133
chemia i surowce		0,239	0,235

Tabela 7.6 (cd.)

1	2	3
produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	0,248	0,248
dobry konsumpcyjny	0,189	0,235
handel i usługi	0,180	0,154
ochrona zdrowia	0,058	-0,102
technologie	0,183	0,188
średnia arytmetyczna (dla próby 205 spółek)	0,231	0,250
mediana (dla próby 205 spółek)	0,283	0,301

**Źródło:** opracowanie własne.

Na podstawie badania istotności różnic median współczynników korelacji  $\text{corrRoA(CI)}$  i  $\text{corrRoA(NI)}$  zestawionych w pary, przeprowadzonego za pomocą testu rangowanych znaków Wilcoxon, należy stwierdzić, że różnice te okazały się istotne statystycznie na poziomie istotności 0,05 (zob. tab. 7.7). Można zatem wnioskować, że współczynniki korelacji między wynikiem całkowitym/netto danego okresu a wynikiem całkowitym/netto poprzedniego okresu istotnie się różnią, a tym samym pozycje pozostałego wyniku całkowitego zdecydowanie zmieniają trwałość wyniku całkowitego względem trwałości wyniku finansowego netto.

**Tabela 7.7.** Wyniki testu rangowanych znaków Wilcoxon dla  $\text{corrRoA(CI)}$  i  $\text{corrRoA(NI)}$

Wyszczególnienie	Wartość parametru	Statystyka	<i>p-value</i> *
$\text{corrRoA(CI)}$ i $\text{corrRoA(NI)}$	60,952	2,147	0,032

\* statystyczna istotność na poziomie 0,05

**Źródło:** opracowanie własne.

Badając wartości wyniku finansowego netto, wyniku całkowitego i pozostałego wyniku całkowitego za dany okres w relacji do wartości tych wyników z poprzedniego okresu badawczego, skalowanych wartością aktywów całkowitych, wyraźnie widać, że charakter zależności dotyczących wyniku całkowitego oraz wyniku finansowego netto był dodatni, zaś obliczone współczynniki korelacji okazały się istotne statystycznie na poziomie istotności 0,05 (zob. tab. 7.8). W wypadku OCI zależności te miały charakter niekorzystny, ale były również istotne statystycznie. Elementy pozostałego wyniku całkowitego w istotny sposób determinują zatem trwałość wyniku całkowitego.

**Tabela 7.8.** Macierz korelacji między  $RoA(CI)_t$ , a  $RoA(CI)_{t+1}$ ,  $RoA(NI)_t$ , a  $RoA(NI)_{t+1}$  i  $RoA(OCI)_t$ , a  $RoA(OCI)_{t+1}$ 

Wyszczególnienie	$RoA(CI)_t$	$RoA(CI)_{t+1}$	$RoA(NI)_t$	$RoA(NI)_{t+1}$	$RoA(OCI)_t$	$RoA(OCI)_{t+1}$
$RoA(CI)_t$	1,000	0,517*	0,969*	0,523*	0,175*	-0,049
$RoA(CI)_{t+1}$		1,000	0,519*	0,969*	0,007	0,141*
$RoA(NI)_t$			1,000	0,529*	-0,002	-0,043
$RoA(NI)_{t+1}$				1,000	0,002	-0,009
$RoA(OCI)_t$					1,000	-0,118*
$RoA(OCI)_{t+1}$						1,000

\* statystyczna istotność na poziomie 0,05

**Źródło:** opracowanie własne.

Kolejnym etapem procedury badawczej dotyczącej trwałości wyniku całkowitego w porównaniu z wynikiem finansowym netto była analiza regresji z wykorzystaniem czterech modeli<sup>78</sup>:

- 1) M1 – dla zmiennej zależnej  $RoA(CI)_{t+1}$  i zmiennej niezależnej  $RoA(CI)_t$ ;
- 2) M2 – dla zmiennej egzogenicznej  $RoA(NI)_{t+1}$  i zmiennej endogenicznej  $RoA(NI)_t$ ;
- 3) M3 – dla zmiennej objaśnianej  $RoA(OCI)_{t+1}$  i zmiennej objaśniającej  $RoA(OCI)_t$ ;
- 4) M4 – dla zmiennej zależnej  $RoA(CI)_{t+1}$ , z uwzględnieniem dwóch zmiennych niezależnych –  $RoA(NI)_t$  i  $RoA(OCI)_t$ .

Poddając analizie regresji trwałość wyników finansowych z wykorzystaniem zmiennych użytych w modelach M1–M3, należy przede wszystkim zwrócić uwagę na kierunki oddziaływania zmiennych endogenicznych na zmienną egzogeniczną. Z tego punktu widzenia kierunki wpływu dla CI i NI okazały się korzystne, zaś dla OCI niekorzystne (zob. tab. 7.9). Przy jednoczesnym wykorzystaniu zmiennych objaśniających NI i OCI (model M4) charakter wpływu na przyszły wynik całkowity był w obu wypadkach korzystny.

<sup>78</sup> W procedurze badawczej zastosowano zwykły panel najmniejszych kwadratów OLS (*ordinary least squares panel*). Biorąc pod uwagę panel z dużą liczbą spółek i długim okresem, przeprowadzono również estymacje ze stałymi efektami panelu FE (*fixed effects*), ale wyniki oszacowania były zbliżone.

Tabela 7.9. Wyniki estymacji modeli M1–M4

Wersja modelu	Parametr	Wartości parametrów	Statystyki	p-value	Współczynnik determinacji <sup>a</sup> $R^2$
M1	$RoA(CI)_{t+1} = \alpha + \beta RoA(CI)_t + \mu_t$				
	$\alpha$	0,022	1,050	0,294	0,43
	$\beta$	0,464*	29,617	0,000	
M2	$RoA(NI)_{t+1} = \alpha + \beta RoA(NI)_t + \mu_t$				
	$\alpha$	0,023	1,055	0,292	0,36
	$\beta$	0,483*	37,205	0,000	
M3	$RoA(OCI)_{t+1} = \alpha + \beta RoA(OCI)_t + \mu_t$				
	$\alpha$	0,021	2,434	0,015	0,27
	$\beta$	-0,224*	-12,033	0,000	
M4	$RoA(CI)_{t+1} = \alpha + \beta_1 RoA(NI)_t + \beta_2 RoA(OCI)_t + \mu_t$				
	$\alpha$	0,022	1,033	0,302	0,43
	$\beta_1$	0,483*	37,023	0,000	
	$\beta_2$	0,617	1,531	0,126	

<sup>a</sup> współczynnik determinacji  $R^2$  jest miarą tego, jaki procent zmienności zmiennej zależnej jest wyjaśniany za pomocą zmiennej niezależnej

\* statystyczna istotność na poziomie 0,05

**Źródło:** obliczenia własne.

Na podstawie wyników badań empirycznych można wskazać, że zarówno wynik całkowity, jak i wynik finansowy netto cechowały się względnie wysoką trwałością w czasie, o czym świadczą oszacowane wartości parametrów  $\beta$  w modelach M1 i M2, które wynosiły 0,46 dla RoA(CI) i 0,48 dla RoA(NI). Badane zależności były istotne statystycznie na założonym poziomie istotności 0,05. Nieznacznie, ale jednak trwalsze w czasie okazały się wyniki netto. Wysoką zmiennością cechował się natomiast pozostały wynik całkowity, o czym świadczy wartość oszacowanego w modelu M3 parametru  $\beta$ , który nie tylko był znacznie poniżej jedności, ale nawet poniżej zera. Wykazano zatem niekorzystny i co ważne istotny statystycznie wpływ bieżącego OCI na jego wartość w przyszłym okresie, inaczej mówiąc odnotowano niekorzystną trwałość tej kategorii finansowej. Wykorzystując zaś model M4, w którym wynik całkowity podzielono na dwie składowe (NI i OCI), można mówić o istotnej statystycznej i wysokiej trwałości wyniku finansowego netto, gdyż wartość

parametru  $\beta_1$  wyniosła 0,48. W wypadku pozostałego wyniku całkowitego wartość parametru  $\beta_2$  wniosła wprawdzie 0,62, ale okazała się nieistotna statystycznie na poziomie istotności 0,05. Nie można więc jednoznacznie stwierdzić, że OCI jest mniej trwałe w czasie niż NI.

Mimo że rezultaty uzyskane w badaniach wskazują na skrajne rozbieżności między trwałością rentowności aktywów całkowitych liczonej na podstawie wyniku całkowitego i tożsamej stopy zwrotu szacowanej przy udziale wyniku finansowego netto, należy jednak zauważyć, że trwałość pierwszego z mierników efektywności ekonomicznej jest nieco niższa niż drugiego. Takie wnioski płyną zarówno z oceny istotności statystycznej różnic w indywidualnych współczynnikach korelacji za pomocą testu rangowanych znaków Wilcoxon, współczynników korelacji rang Spearmana, jak również oszacowanych parametrów modeli regresji. Mniejsza trwałość wyniku całkowitego niż wyniku finansowego netto jest determinowana zmiennością komponentów wyniku całkowitego odzwierciedlających wahania rynkowe i czynniki zewnętrzne, będące często poza kontrolą przedsiębiorstwa. Pozostały wynik całkowity obejmuje bowiem szereg przejściowych pozycji, których zmienność może niekorzystnie wpływać na trwałość wyniku całkowitego w porównaniu z wynikiem finansowym netto.

Uzyskane w badaniach rezultaty są zbieżne z wynikami, jakie zaprezentowali m.in. Denise Jones i Kimberly Smith<sup>79</sup>, którzy stwierdzili istotnie niekorzystną trwałość pozostałego wyniku całkowitego. S.P. Kothari i in. w 1995 roku dostrzegli problem trwałości komponentów wyniku całkowitego, sugerując, że wynik całkowity obejmuje szereg przejściowych pozycji, więc z zasady narażony jest na większą zmienność w czasie<sup>80</sup>. Do takich wniosków doszli m.in. Chambers i in., uznając, że składniki pozostałego wyniku całkowitego nie stanowią sedna zysków, gdyż mają typowo przejściowy charakter. W konsekwencji nie powinny one stanowić istotnych kategorii finansowych w przewidywaniu np. przyszłych przepływów pieniężnych. Pozycje zaliczane do pozostałego wyniku całkowitego wprowadzają wiele zamieszania do sprawozdania z wyników finansowych, co sprawia, że trudniej się je prognozuje<sup>81</sup>. Jak słusznie zauważają niektórzy autorzy<sup>82</sup>, znaczna część aktywów i zobowiązań jest jednak wyceniana w wartości godziwej, co sprawia, że aktywa stają się w większym

79 D.A. Jones, K.J. Smith, *Comparing the Value Relevance, Predictive Value, and Persistence of Other Comprehensive Income and Special Items*, „The Accounting Review”, vol. 86, no. 6.

80 S.P. Kothari, K. Ramanna, D. Skinner, *Implications for GAAP from an Analysis of Positive Research in Accounting*, „Journal of Accounting and Economics” 2010, vol. 50, no. 2–3.

81 D. Chambers et al., *An Evaluation of SFAS No. 130 Comprehensive Income Disclosure*, „Review of Accounting Studies” 2007, vol. 12.

82 V. Obradović, N. Karapavlović, *Financial Reporting of Comprehensive Income in the Food and Beverage Sector in the Republic of Serbia*, „Economics of Agriculture” 2017, vol. 64, no. 1; H. Hoogervorst, *The Dangers of Ignoring Unrealized Income*, Speech by Hans Hoogervorst, International Accounting Standards Board Chairman, IFRS Conference Tokyo, 2014, <https://www.iasplus.com/en-gb/news/2014/09/hoogervorst> (dostęp: 14.01.2020).



stopniu zmienne z okresu na okres w porównaniu z wyceną aktywów koncepcji kosztu historycznego. Dzieje się tak głównie za sprawą zmian cen rynkowych i subiektywności wyceny. Oba te argumenty podnoszone są w szczególności przez zwolenników koncepcji zysku operacyjnego (zysku netto) w stosunku do koncepcji zysku całkowitego, podczas gdy preferujący to drugie podejście uważają zmienność za prawidłowe odzwierciedlenie rynku kapitałowego. Ten obecny w literaturze przedmiotu dysonans, jak również słuszne spostrzeżenia Johna Grahama i in., że wyższa zmienność wyników finansowych może niekorzystnie wpływać na wycenę rynkową spółek dokonaną przez inwestorów oraz ich ocenę pracy menedżerów<sup>83</sup>, stanowią główne przesłanki podjęcia badań nad komparatywną analizą wpływu wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto na wartość rynkową spółek notowanych na warszawskiej GPW.

#### 7.4.2. Wartość rynkowa spółek giełdowych

Wyniki finansowe generowane przez spółki giełdowe stanowią cenne źródło informacji dla inwestorów na rynku kapitałowym, lecz ich kluczową użyteczność należy wiązać nie tylko z zyskownością liczoną na podstawie danych księgowych, ale przede wszystkim z wartością rynkową skojarzoną z korzyściami kapitałowymi dla akcjonariuszy. Przedmiotem zainteresowania inwestorów jest przełożenie osiągniętych rezultatów finansowych prezentowanych w rachunkowości finansowej na rzeczywistość gospodarczą, inaczej mówiąc na wycenę spółki przez rynek. Inwestorzy oczekują, że będzie ona nie tylko osiągać ponadprzeciętne rezultaty finansowe, ale maksymalizować wartość rynkową, a w ostatecznym rozrachunku zyski kapitałowe w postaci stóp zwrotu z akcji i/lub zwrotu z zainwestowanego przez nich kapitału w formie dywidend. Nie bez znaczenia pozostaje także nadzwyczajny potencjał do generowania dodatnich przepływów pieniężnych, zarówno bieżących, jak i przyszłych.

Na potrzeby oceny użyteczności wyników finansowych dla rynku kapitałowego można posłużyć się jego wewnętrznymi i zewnętrznymi wskaźnikami przeznaczonymi do oceny rynkowej wartości akcji i kapitału przedsiębiorstwa<sup>84</sup>. Wewnętrzne wskaźniki rynkowe szacowane są na podstawie danych pochodzących ze spółki i wykorzystywane głównie w procesie ustalania polityki wypłat dywidendy. Wskaźniki zewnętrzne obliczane na podstawie informacji płynących z rynku kapitałowego służą w szczególności do analizy wartości rynkowej przedsiębiorstw (zob. tab. 7.10).

83 J.R. Graham, C.R. Harvey, S. Rajgopal, *The Economic Implications of Corporate Financial Reporting*, „Journal of Accounting and Economics” 2005, vol. 40, no. 1–3.

84 M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, wyd. 3 zm., Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009, s. 213.

**Tabela 7.10.** Przykładowe wewnętrzne i zewnętrzne wskaźniki rynku kapitałowego

<b>Wskaźniki rynku kapitałowego</b>			
<b>Wewnętrzne</b>		<b>Zewnętrzne</b>	
<b>Nazwa</b>	<b>Formuła</b>	<b>Nazwa</b>	<b>Formuła</b>
wskaźnik zyskowności jednej akcji EPS ( <i>earnings per share</i> )	zysk netto/średnia liczba akcji w obrocie	wskaźnik stopy dywidendy DY ( <i>dividend yield</i> )	dywidenda na jedną akcję/cena rynkowa jednej akcji
wskaźnik produktywności jednej akcji	przychody ogółem/średnia liczba akcji w obrocie	wskaźnik zyskowności cenowej akcji	zysk netto na jedną akcję/cena rynkowa jednej akcji
wskaźnik dywidendy na akcję DPS ( <i>dividend per share</i> )	zysk netto przeznaczony do podziału między akcjonariuszy/średnia liczba akcji w obrocie	wskaźnik poziomu ceny rynkowej do zysku netto P/E ( <i>price/earnings</i> )	cena rynkowa jednej akcji/zysk netto na jedną akcję
wskaźnik wartości księgowej na akcję BVPS ( <i>book value per share</i> )	kapitał własny/średnia liczba akcji w obrocie	wskaźnik kursu giełdowego	cena rynkowa jednej akcji/wartość nominalna jednej akcji
wskaźnik stopy wypłat dywidendy DPR ( <i>dividend payout rate</i> )	dywidenda na jedną akcję/zysk netto na jedną akcję	wskaźnik poziomu ceny rynkowej do wartości księgowej kapitału własnego P/BV ( <i>price to book value</i> )	cena rynkowa jednej akcji/kapitał własny na jedną akcję

**Źródło:** opracowanie własne za: M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, wyd. 3 zm., Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009, s. 213; M. Jerzemowska i in., *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, wyd. 3 zm., PWE, Warszawa 2013, s. 327; A. Pieloch-Babiarz, A. Sajnog, *Analiza fundamentalna. Standing finansowy i wycena przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016, s. 107–119.

Wskaźniki zewnętrzne, podobnie jak stosowane w wycenie rynkowej spółki mnożniki *equity value*<sup>85</sup>, mogą być także szacowane przy pomocy różnego rodzaju przepływów pieniężnych (wskaźniki dynamiczne). Do tej grupy zalicza się np. wskaźniki ceny rynkowej na akcję do przepływów gotówkowych na jedną akcję<sup>86</sup>, wśród których można wymienić: P/CF (cena rynkowa akcji do przepływów pieniężnych), P/OCF (cena rynkowa akcji do operacyjnych przepływów pieniężnych),

<sup>85</sup> Por. pkt 7.1.

<sup>86</sup> M. Jerzemowska i in., *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, wyd. 3 zm., PWE, Warszawa 2013, s. 327.

P/FCF (cena rynkowa akcji do wolnych przepływów pieniężnych), P/FOCF (cena rynkowa akcji do wolnych operacyjnych przepływów pieniężnych)<sup>87</sup>.

Mimo wielości ujęć tych mierników za najbardziej znane i najczęściej stosowane zewnętrzne wskaźniki rynku kapitałowego w analizie ekonomicznej można uznać DY (stopa dywidendy), P/E (cena od zysku) lub P/BV (cena od wartości księgowej). Z uwagi na fakt, że nie wszystkie spółki wypłacają dywidendę, wskaźnik stopy dywidendy traktowany jest raczej jako uzupełnienie przeprowadzanej analizy. Z założenia wyższy wskaźnik DY pozycjonuje wprawdzie spółkę jako atrakcyjniejszą, ale jego nazbyt wysoka wielkość skłania do refleksji, że spółka może w nadmierny sposób konsumować wypracowane zyski i ograniczać możliwości ich reinwestycji. Natomiast wskaźnik P/E, nazywany również wskaźnikiem pokrycia zysku netto ceną rynkową akcji, związany jest z poziomem ryzyka inwestycji w daną spółkę, które rośnie wraz ze wzrostem poziomu cen rynkowych akcji (wskaźnik ten wówczas spada). Wzrost wskaźnika informuje, że inwestorzy skłonni są płacić coraz więcej za akcje danej spółki, ale spadek także może sugerować, że inwestycja robi się opłacalna. Spółka osiąga wówczas wysokie zyski przy relatywnie niskiej wycenie akcji na rynku, co może być sygnałem dla inwestora do zakupu akcji tej jednostki, która staje się niedowartościowana. O niedowartościowaniu bądź przewartościowaniu cen rynkowych akcji informuje inwestora także wskaźnik P/BV. Gdy jego wielkość wynosi dokładnie 1, wartość rynkowa akcji jest równa jej wartości księgowej. Gdy zaś ta wielkość spada znacznie poniżej jedności, inwestorzy nie uważają wówczas akcji spółki za korzystną inwestycję.

W praktyce analizy wartości rynkowej przedsiębiorstwa można posłużyć się także wielkościami absolutnymi (bezwzględными), niekoniecznie relatywnymi, czyli związanymi z relacją jednych wielkości do innych. Wśród najbardziej znanych można wymienić kapitalizację rynkową (giełdową) i całkowitą wartość rynkową przedsiębiorstwa, które oblicza się według następujących formuł<sup>88</sup>:

$$MC = P \times NoS$$

$$EV = MC + TD - C$$

gdzie:

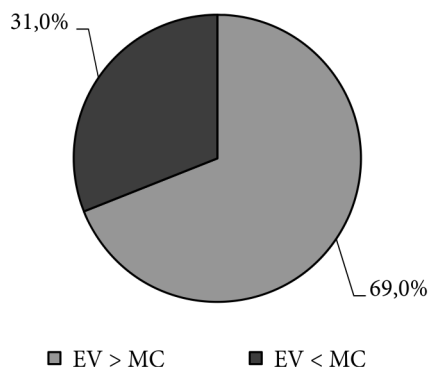
- MC (*market capitalization*) – wartość kapitalizacji rynkowej,
- P (*price*) – bieżąca cena akcji na rynku,
- NoS (*numbers of shares*) – liczba akcji pozostających w obrocie,
- EV (*enterprise value*) – całkowita wartość przedsiębiorstwa,
- TD (*total debt*) – wartość zobowiązań krótko- i długoterminowych,
- C (*cash*) – gotówka i jej ekwiwalenty (najbardziej płynne aktywa nieobjęte zbywalnych papierów wartościowych).

87 A. Rutkowski, *Metody porównawcze w wycenach przedsiębiorstw na przykładzie spółek notowanych na GPW w Warszawie*, „Problemy Zarządzania” 2016, t. 14, nr 4.

88 *Ibidem*.

Wartość przedsiębiorstwa EV jest miarą często wykorzystywaną jako w większym zakresie kompleksowa alternatywa dla kapitalizacji rynkowej MC, gdyż uwzględnia także krótko- i długoterminowe zadłużenie oraz wszelkie środki pieniężne znajdujące się w bilansie spółki. Stanowi również podstawę wielu mnożników wykorzystywanych w wycenie rynkowej spółki, np.<sup>89</sup> EV/S, EV/EBIT, EV/EBITDA, EV/OCF, EV/FCF, EV/FOCF.

Spośród kilkunastu mierników rynkowych, dostępnych m.in. w bazie danych Thomson Reuters, do analizy wartości rynkowej spółek giełdowych notowanych na warszawskiej GPW wybrano cztery najbardziej znane zewnętrzne wskaźniki rynku kapitałowego: wartość kapitalizacji rynkowej (MC), całkowitą wartość rynkową (EV), wskaźnik ceny do zysku P/E i wskaźnik ceny do wartości księgowej P/BV.



**Rysunek 7.6.** Kształtowanie się wskaźników EV i MC badanych spółek giełdowych (w latach 2009–2018)

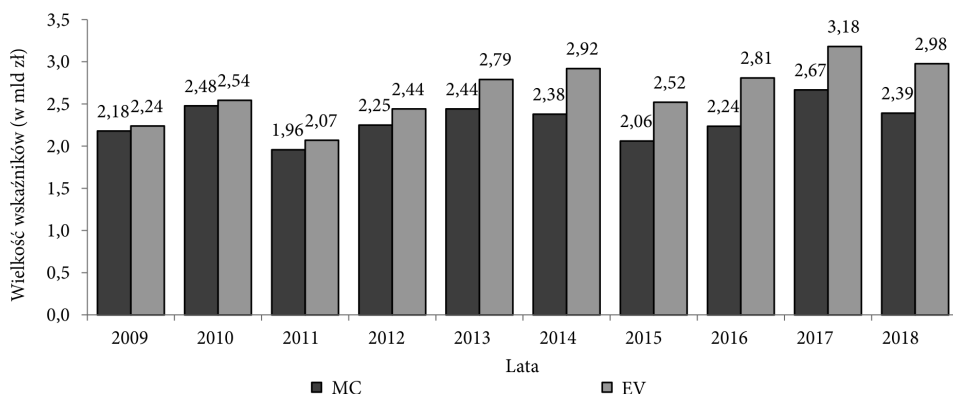
**Źródło:** opracowanie własne.

Obserwując mierniki wartości rynkowej kapitału własnego (kapitalizacji rynkowej) i całkowitej wartości rynkowej 205 spółek giełdowych, można stwierdzić, że w stosunkowo wielu wypadkach wartość zobowiązań krótko- i długoterminowych była na tyle wysoka, że całkowita wartość rynkowa spółki okazywała się niższa niż wartość rynkowa samego kapitału własnego. Sytuacja ta dotyczyła 31% analizowanych porównań (zob. rys. 7.6). Średnie odchylenie między wskaźnikami w tej grupie wyniosło prawie 500 mln zł, zaś w grupie 69% przypadków, dla których wskaźnik EV był wyższy niż MC, wyniosło prawie 670 mln zł.

Różnice między wskaźnikami MC i EV uwidoczniły się także w porównaniu ich wielkości w objętych badaniem latach. Na podstawie wielkości średnich, jak wynika z rysunku 7.7, najbardziej wyraźne odchylenia między nimi (rzędu ponad 500 mln zł) zanotowano w trzech okresach badawczych: w 2014 roku i latach 2016–2018. W każdym z objętych badaniem okresów całkowita wartość rynkowa

89 Por. M. Panfil, A. Szablewski (red.), *op. cit.*; A. Rutkowski, *op. cit.*

spółek przewyższała wartość rynkową kapitału własnego. Niekorzystna skala oddziaływania zobowiązań krótko- i długoterminowych na kształtowanie całkowitej wartości rynkowej nie była natomiast istotna.



**Rysunek 7.7.** Kształtowanie się średnich wielkości wskaźników MC i EV badanych spółek giełdowych w latach 2009–2018

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela 7.11.** Statystyki opisowe wskaźników MC i EV badanych spółek giełdowych za lata 2009–2018

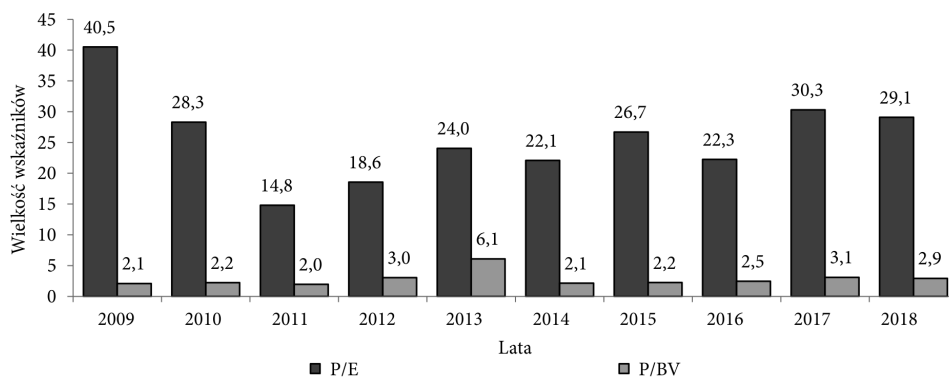
Wyszczególnienie	MC (w mld zł)	EV (w mld zł)
średnia arytmetyczna	2,31	2,67
odchylenie standardowe	6,72	7,50
odchylenie ćwiartkowe	0,48	0,60
minimum	0,00	0,00
mediana	0,21	0,28
maksimum	55,39	68,40
współczynnik zmienności dla odchylenia standardowego (w %)	291,2	281,5
współczynnik zmienności dla odchylenia ćwiartkowego (w %)	236,2	213,1

**Źródło:** opracowanie własne.

Dla potrzeb analizy zróżnicowania wartości rynkowej w badanych spółkach giełdowych wykorzystano także mierniki statystyki opisowej. W objętym badaniem dziesięcioleciu średnie wartości kapitalizacji giełdowej i całkowitej wartości rynkowej wyniosły odpowiednio 2,31 mld zł i 2,67 mld zł, przy medianie wynoszącej 0,21 mld zł i 0,28 mld zł (zob. tab. 7.11). Mimo że średnie miary wartości rynkowej

kapitału własnego były zazwyczaj niższe niż całkowitej wartości przedsiębiorstwa, cechowały się większym zróżnicowaniem. Świadczą o tym obliczone współczynniki zmienności, zarówno dla odchylenia standardowego, jak i ćwiartkowego.

Oprócz odchyłeń między odzwierciedlającą wartość dla właścicieli wartością rynkową kapitału własnego a wartością rynkową całej spółki, za ważne ukierunkowanie analizy należy uznać wskaźniki obrazujące przewartościowanie lub niedowartościowanie spółek, do których należą m.in. P/E bądź P/BV. Zestawiając cenę rynkową jednej akcji z zyskiem netto lub kapitałem własnym na jedną akcję, można bowiem ocenić ryzyko inwestycji w daną spółkę i porównać je w kontekście innych podmiotów z branży. Inwestor spodziewa się, że spółki o wysokim poziomie wskaźników P/E lub P/BV są przewartościowane na rynku i ich cena w niedługim czasie może zacząć spadać. Przeciwnie, niski poziom wskaźników odpowiada za niedowartościowanie i stanowi sygnał wzrostu cen akcji.



**Rysunek 7.8.** Kształtowanie się średnich wielkości wskaźników P/E i P/BV badanych spółek w latach 2009–2018\*

\* z dalszej analizy wykluczono nietypowe wielkości wskaźnika P/E dla czterech spółek: AGORA w 2013 roku, HARPER w 2011 roku, JSW w 2016 roku, MILLENNIUM w 2009 roku i PHARMENA w 2010 roku, gdzie miary te wyniosły powyżej 1000

**Źródło:** opracowanie własne.

Jak wynika z rysunku 7.8, obrazującego średnie wielkości wskaźników rynku kapitałowego P/E i P/BV, nie zawsze relacje ceny rynkowej do kapitału własnego szły w parze z odniesieniem jej do zysku netto. Kontrast między latami w objętym badaniem okresie odnotowano np. w 2010 roku, kiedy średnia wskaźników P/E spadła o 30% w stosunku do roku poprzedniego, zaś wskaźników P/BV wzrosła o 6%. Podobne różnokierunkowe zmiany wskaźników w porównaniu z rokiem poprzednim widoczne były w 2016 roku. Jednokierunkowe, ale niewspółmierne mniejsze zmiany wskaźników ceny do zysku niż ceny do wartości księgowej zaobserwowano w 2013 roku, kiedy średnia wielkość tych pierwszych wzrosła o 30%, a drugich podwoiła się. Takie różnice mogą determinować odmienne postrzeganie

wyceny rynkowej spółki przez inwestora z perspektywy generowanych zysków netto bądź kapitału własnego. Niski poziom wskaźnika P/E może sugerować mu, że spółka osiąga znaczne zyski netto przy relatywnie niskiej wycenie rynkowej, niekoniecznie zgodnej z tą wartością odnoszoną do kapitału własnego.

**Tabela 7.12.** Statystyki opisowe wskaźników P/E i B/BV za lata 2009–2018

Wyszczególnienie	P/E	P/BV
średnia arytmetyczna	25,4	2,9
odchylenie standardowe	58,4	16,1
odchylenie ćwiartkowe	5,4	0,7
minimum	0,0	0,0
mediana	13,2	1,2
maksimum	851,7	602,0
współczynnik zmienności dla odchylenia standardowego (w %)	230,2	565,2
współczynnik zmienności dla odchylenia ćwiartkowego (w %)	40,9	59,2

**Źródło:** opracowanie własne.

Na szczególną uwagę zasługuje zróżnicowanie wskaźników rynku kapitałowego P/E i P/BV, które odzwierciedla łączne wahania ceny rynkowej, wyników finansowych i danych bilansowych. Biorąc pod uwagę obliczone statystyki, można dostrzec wprawdzie zmienny charakter obu miar, o czym świadczą m.in. wielkości rozstępu bądź odchylenia standardowego i ćwiartkowego, ale widoczny jest wyraźny kontrast między ich zróżnicowaniem mierzonym odpowiadającymi im współczynnikami zmienności. Wskaźnik ceny do wartości księgowej badanych spółek giełdowych, mimo niższych wielkości w porównaniu ze wskaźnikiem P/E, należy uznać za znacznie bardziej zróżnicowany (zob. tab. 7.12).

O zmienności wszystkich czterech rozważanych wskaźników rynku kapitałowego świadczą również pokazane w tabeli 7.13 ich średnie wielkości w analizowanych branżach. Szczegółowe międzysektorowe badanie wartości rynkowej mierzonej w ujęciu bezwzględny, pozwoliło zidentyfikować jedną wyróżniającą się branżę – paliwa i energia. Wartości kapitalizacji rynkowej bądź całkowitej wartości rynkowej przekraczały w tym sektorze 10 mld zł, przy czym inne gałęzie wycenione zostały przez rynek znacznie niżej, na poziomie 0,4–4,9 mld zł. Spośród nich najwyższe wielkości wskaźników MC i EV notowano w branży finanse, zaś najniższe w sektorze produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa. Według relatywnych wskaźników rynku kapitałowego nie można już mówić o przewadze tych samych branż. Zestawiając ceny rynkowe spółek z zyskiem netto bądź wartością księgową kapitału własnego, uzyskano wskaźniki wahające się średnio

od 20,8 do 43,7 i od 1,0 do 10,1. Najwyższe średnie wskaźniki osiągnęły dwa sektory – ochrona zdrowia i technologie, zaś najniższe paliwa i energia, cechujący się najwyższą wartością, ale w ujęciu absolutnym.

**Tabela 7.13.** Średnie wielkości wskaźników MC, EV, P/E, P/BV badanych spółek w podziale na sektory w latach 2009–2018

Sektory	Wskaźniki	MC (w mld zł)	EV (w mld zł)	P/E	P/BV
finanse		4,47	4,87	22,75	1,73
paliwa i energia		13,55	16,88	20,76	0,95
chemia i surowce		2,24	2,53	23,12	3,37
produkcja przemysłowa i budowlano- -montażowa		0,38	0,44	23,99	1,55
dobra konsumpcyjne		0,96	1,10	22,54	3,17
handel i usługi		0,84	0,89	25,92	2,97
ochrona zdrowia		0,39	0,48	43,84	10,12
technologie		1,87	2,65	40,75	8,97

**Źródło:** opracowanie własne.

Różnice zaobserwowane między poszczególnymi zewnętrznymi wskaźnikami rynku kapitałowego tak absolutnymi, jak i komparatywnymi, prowadzą do wniosku, że inwestorzy spółek giełdowych w Polsce mają do czynienia ze znacznym zróżnicowaniem wartości rynkowej spółek. Z punktu widzenia inwestora niezmiernie ważne powinno być, by rozpatrywać nie tyle wartość rynkową dotyczącą całego przedsiębiorstwa, co wartość bez uwzględnienia zobowiązań, czyli aktywów netto (kapitału własnego). Nabiera to szczególnego znaczenia w kontekście badań nad zależnościami między wynikiem całkowitym a wartością rynkową spółek giełdowych, gdyż wynik ten jednoznacznie wyraża zmianę w kapitale własnym. Podobnie należy zastanowić się nad możliwymi odmiennymi relacjami przy porównaniu ceny rynkowej z zyskiem netto (będącym komponentem wyniku całkowitego) i ceny rynkowej z kapitałem własnym.

Uwzględniając wielość różnorodnych podejść metodologicznych, należy bezsprzecznie wskazać, że na rynku kapitałowym właściwe posługiwanie się miernikami wymaga precyzyjnej wiedzy na temat sposobu liczenia takiego wskaźnika, ale przede wszystkim jego właściwej interpretacji. W odniesieniu do utrudnień związanych z porównywalnością wskaźników w analizie ekonomicznej warto zaznaczyć, że mierniki absolutne nie mają granic czy przedziałów optymalności. Nie mogą być rozpatrywane indywidualnie w oderwaniu chociażby od średniej dla danego sektora. Wskaźniki w ujęciu względnym (relatywnym), np. P/E bądź P/BV powinny być także porównywane na tle spółek z danej branży, gdyż podmioty



reprezentujące bardziej kapitałochłonne gałęzie gospodarki (np. przemysł) mogą notować odmienne wskaźniki rynkowe niż jednostki wykorzystujące w swojej działalności głównie majątek obrotowy.

### 7.4.3. Wynik całkowity a wartość rynkowa spółek giełdowych

Mając na względzie prezentowane w literaturze przedmiotu pojmowanie użyteczności wyników finansowych dla rynku kapitałowego jako relacji między informacjami płynącymi ze sprawozdań finansowych a wskaźnikami wartości rynkowej<sup>90</sup>, dokonano analizy tych zależności dla spółek giełdowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Spośród czterech wcześniej analizowanych wskaźników rynkowych wybrano dwie miary dotyczące dwóch najważniejszych kwestii, a mianowicie wartości rynkowej kapitału własnego przedsiębiorstwa (MC) i jego całkowitej wartości rynkowej (EV). Należą one do najczęściej stosowanych mierników w tego typu badaniach<sup>91</sup>.

W ramach procedury badawczej przeprowadzono porównawczą analizę zależności między MC i EV a wynikiem całkowitym i wynikiem finansowym netto dla 205 spółek, które ujawniały w swoich sprawozdaniach jakiegokolwiek pozycje OCI. W badaniu posłużono się prezentowanym w literaturze przedmiotu (m.in. przez Ohlsona, Kanagaretmana i in., Dechowa i in., a także Grahama i in.) podejściem, zgodnie z którym wartość rynkowa przedsiębiorstwa jest funkcją jego wartości księgowej oraz wyników finansowych<sup>92</sup>:

$$MVE_t = \alpha_0 + \alpha_1 \times BVE_t + \alpha_2 \times NI_t + \mu_t$$

gdzie:

MVE (*market value of equity*) – wartość rynkowa kapitału własnego przedsiębiorstwa,

BVE (*book value of equity*) – wartość księgowa kapitału własnego przedsiębiorstwa,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Za wartość rynkową przedsiębiorstwa autorzy przyjmowali zazwyczaj wartość kapitalizacji rynkowej MC<sup>93</sup>, wyrażającą wartość rynkową kapitału własnego. W ra-

90 J.A. Ohlson, *On Transitory Earnings*, „Review of Accounting Studies” 1999, vol. 4, no. 3–4.

91 K. Kanagaretman, R. Mathieu, M. Shehata, *Usefulness of Comprehensive Income Reporting in Canada*, „Journal of Accounting and Public Policy” 2009, vol. 28, no. 4.

92 Por. J.A. Ohlson, *op. cit.*; K. Kanagaretman, R. Mathieu, M. Shehata, *op. cit.*; P.M. Dechow, W. Ge, C.M. Schrand, *Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies, Their Determinants and Their Consequences*, „Journal of Accounting and Economics” 2010, vol. 50, no. 2–3; J.R. Graham, C.R. Harvey, S. Rajgopal, *op. cit.*

93 K. Kanagaretman, R. Mathieu, M. Shehata, *op. cit.*

mach badania przeprowadzonego dla potrzeb tego opracowania oprócz wartości MC wykorzystano dla porównania także całkowitą wartość rynkową EV, co należy uznać za nowatorskie i niespotykane wcześniej w literaturze podejście. W rezultacie sformułowano dwie zależności funkcyjne z uwzględnieniem dwóch wyników finansowych – CI i NI, co można zapisać w postaci czterech następujących równań:

$$\begin{aligned} MC_t &= \alpha_0 + \alpha_1 \times BVE_t + \alpha_2 \times CI_t + \mu_t \\ MC_t &= \alpha_0 + \alpha_1 \times BVE_t + \alpha_2 \times NI_t + \mu_t \\ EV_t &= \alpha_0 + \alpha_1 \times BVE_t + \alpha_2 \times CI_t + \mu_t \\ EV_t &= \alpha_0 + \alpha_1 \times BVE_t + \alpha_2 \times NI_t + \mu_t \end{aligned}$$

Użyta w powyższych modelach zmienna BV, oznaczająca wartość księgową przedsiębiorstwa, powinna być zdaniem autora dopasowana do miernika wyrażającego wartość rynkową. Jeśli wskaźnik rynku kapitałowego dotyczy wartości rynkowej kapitału własnego, wówczas jako zmienną endogeniczną należy również przyjąć wartość księgową kapitału własnego. Jeżeli natomiast wskaźnik rynku kapitałowego dotyczy całkowitej wartości rynkowej przedsiębiorstwa, powinno się analogicznie wziąć pod uwagę wartość księgową całego przedsiębiorstwa, a nie wyłącznie kapitału własnego. Bardziej odpowiednią miarą w tym wypadku jest wartość księgową aktywów całkowitych. Ponadto użycie tej wartości w powyższych równaniach, nie tylko tych ze zmienną egzogeniczną MC, może być argumentowane koniecznością wykluczenia możliwego wpływu skali prowadzonej działalności na wyniki finansowe jednostki. Na ten aspekt niejednokrotnie zwraca się uwagę przy rozważaniu problemu utrudnień związanych z porównywalnością wskaźników ekonomicznych, w tym w badaniach porównawczych dotyczących spółek należących do różnych branż<sup>94</sup>. W konsekwencji zdecydowano się na użycie we wszystkich modelach zmiennej kontrolnej w postaci aktywów całkowitych. Wartości poszczególnych wyników finansowych, czyli zarówno wyniku finansowego netto, jak i wyniku całkowitego, zostały również skalibrowane przy pomocy wielkości majątku całkowitego danej spółki, posłużono się zatem wskaźnikami rentowności aktywów RoA.

Analizowanie spółek z różnych sektorów wymusiło w dalszej kolejności potrzebę uwzględnienia w powyższych modelach zmiennej, która niwelowałaby problem międzysektorowej transparentności i utrudnień związanych z porównywalnością wskaźników<sup>95</sup>. Wcześniejsze badania potwierdziły bowiem zróżnicowanie wartości wyniku całkowitego między branżami<sup>96</sup>. W konsekwencji w powyższych równaniach użyto zero-jedynkowej<sup>97</sup> zmiennej kontrolnej SECTOR, która przyjęła wartość jeden

94 B. Bratten, M. Causholli, U. Khan, *Usefulness of Fair Values for Predicting Banks' Future Earnings: Evidence from Other Comprehensive Income and its Components*, „Review of Accounting Studies” 2016, vol. 21, no. 1.

95 A. Yamina, B. Mohamed, *The Impact of Firm Performance on Executive Compensation in France*, „Mediterranean Journal of Social Sciences” 2017, vol. 8, no. 2.

96 Por. pkt 4.4.

97 A. Welfe, *Ekonometria. Metody i ich zastosowanie*, wyd. 4 zm., PWE, Warszawa 2008, s. 174–179.

dla branży finanse i zero dla pozostałych sektorów. Wybór tego podejścia miał kilka przesłanek. Po pierwsze największe branżowe zróżnicowanie odchyleń między wynikiem całkowitym a wynikiem netto w spółkach notowanych na GPW zauważono właśnie w sektorze finanse<sup>98</sup>. Cechował się on dominującymi wielkościami udziału OCI w wyniku całkowitym. Po drugie spora część dotychczasowych badań dotyczących wyniku całkowitego koncentrowała się wokół sektora finansowego lub ściśle banków, gdzie obserwowano często odmienne zależności między wynikiem całkowitym a wartością rynkową<sup>99</sup>. Nie bez znaczenia pozostają także niejednakowe formy sprawozdań finansowych w bankach i instytucjach ubezpieczeniowych.

W licznych badaniach dotyczących wyników finansowych zwraca się uwagę na problem czasowej asymetrii między okresami korzystnymi (zysków) i niekorzystnymi (straty) dla spółki, kojarzonymi z tzw. konserwatyzyzmem warunkowym (*conditional conservatism*)<sup>100</sup>. Rentowne bądź deficytowe okresy sprawozdawcze determinują nie tylko kondycję finansową spółek giełdowych, ale przede wszystkim zróżnicowanie w użyteczności wyniku finansowego dla ich wyceny rynkowej<sup>101</sup>. Zjawisko konserwatyzyzmu warunkowego, przejawiającego się w asymetrii rozpoznawania korzystnych i niekorzystnych zdarzeń, ma także przełożenie na przewidywalność oraz stabilność wyniku finansowego<sup>102</sup>, a w konsekwencji na oczekiwania inwestorów co do przyszłych zmian sytuacji finansowej spółki i jej przyszłej zyskowności bądź deficytowości. Uwzględniono zatem dodatkowo dwie zmienne o charakterze dychotomicznym (zero-jedynkowe) – Neg(CI) i Neg(NI). Jedna z nich dotyczyła wyniku całkowitego, druga wyniku finansowego netto. Przyjmowały one wartość jeden dla straty i zero dla zysku.

98 Por. pkt 4.4.

99 J. O'Hanlon, P. Pope, *The Value-relevance of UK Dirty Surplus Accounting Flows*, „British Accounting Review” 2006, vol. 31, no. 4; D. Dhaliwal, K.R. Subramanyam, R. Trezevant, *Is Comprehensive Income Superior to Net Income as a Measure of Firm Performance*, „Journal of Accounting and Economics” 1999, vol. 26, no. 1–3; M.E. Evans, L.D. Hodder, P.E. Hopkins, *The Predictive Ability of Fair Values for Future Financial Performance of Commercial Banks and the Relation of Predictive Ability to Banks' Share Prices*, „Contemporary Accounting Research” 2013, vol. 31, no. 1.

100 S. Basu, *The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings*, „Journal of Accounting and Economics” 1997, vol. 24, no. 1; R. Ball, S.P. Kothari, A. Robin, *The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings*, „Journal of Accounting and Economics” 2000, vol. 29, no. 1; S. Bandyopadhyay et al., *Accounting Conservatism and the Temporal Trends in Current Earnings' Ability to Predict Future Cash Flows versus Future Earnings: Evidence on the Trade-off between Relevance and Reliability*, „Contemporary Accounting Research” 2010, vol. 27, no. 2; J. Hua, A.Y. Li, F. Zhang, *Does Accounting Conservatism Improve the Corporate Information Environment?*, „Journal of International Accounting, Auditing and Taxation” 2014, vol. 23, no. 1.

101 C. Gaio, C. Raposo, *Earnings Quality and Firm Valuation: International Evidence*, „Accounting and Finance” 2011, vol. 51, no. 2.

102 P.M. Dechow, W. Ge, C.M. Schrand, *op. cit.*

Na podstawie analizy literatury przedmiotu poświęconej badaniom oddziaływania różnych rezultatów finansowych na wartość rynkową przedsiębiorstw<sup>103</sup>, także w powiązaniu z wynagrodzeniami menedżerów<sup>104</sup>, w rozważanym podejściu uwzględniono pomocniczo kilka mierników efektywności ekonomicznej mogących determinować analizowane zależności. Jedną z częściej przytaczanych kwestii jest problem struktury kapitału badanych przedsiębiorstw i efekt dźwigni finansowej, zwany też efektem lewarowania (*leverage effect*). Zjawisko to jest ściśle związane z powiększaniem się długu w strukturze kapitału i tym samym rentowności kapitału własnego przedsiębiorstwa w porównaniu z sytuacją, gdy jest ono finansowane wyłącznie z kapitału własnego<sup>105</sup>. Kształtując odpowiednio proporcje między kapitałem własnym i obcym, uzyskuje się bowiem dodatkową efektywność ekonomiczną, mierzoną współczynnikiem RoE<sup>106</sup>. Spośród różnych mierników struktury kapitału i wskaźników zadłużenia prezentowanych w literaturze poświęconej analizie ekonomicznej przedsiębiorstwa<sup>107</sup>, jako zmienną niezależną wybrano stopę zadłużenia D/E (*debt to equity*). Wskaźnik ten przedstawia udział zobowiązań w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa w stosunku do poziomu zaangażowania kapitału własnego. Powodem wyboru tego miernika był fakt, że jest on niejednokrotnie obliczany w ramach analizy zadłużenia, ale przede wszystkim wykazuje mocny związek z efektem dźwigni finansowej. Nie bez powodu w krajach anglo- bądź niemieckojęzycznych jej nazwa zbliżona jest

- 
- 103 M.E. Barth, J.A. Elliott, M.A. Finn, *op. cit.*; D. Dhaliwal, K.R. Subramanyam, R. Trezevant, *op. cit.*; M.T. Bradshaw, *The Use of Target Prices to Justify Sell-side Analysts' Stock Recommendations*, „Accounting Horizons” 2002, vol. 16, no. 1 41; P. Asquith, M.B. Mikhail, A.S. Au, *Information Content of Equity Analyst Reports*, „Journal of Financial Economics” 2005, vol. 75, no. 2; A.C. Yen, E. Hirst, P.E. Hopkins, *A Content Analysis of the Comprehensive Income Exposure Draft Comment Letters*, „Research in Accounting Regulation” 2007, vol. 19.
- 104 M. Mäkinen, *CEO Compensation, Firm Size and Firm Performance: Evidence from Finnish Panel Data*, The Research Institute of the Finnish Economy, Helsinki 2005; M. Raithatha, S. Komera, *Executive Compensation and Firm Performance: Evidence from Indian Firms*, „IIMB Management Review” 2006, vol. 28, no. 3; A. Yamina, B. Mohamed, *op. cit.*
- 105 A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*, wyd. 2 zm., PWE, Warszawa 2011, s. 90.
- 106 D. Dziawgo, A. Zawadzki, *Finanse przedsiębiorstwa: istota, narzędzia, zarządzanie*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2011, s. 46–48; J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012, s. 111.
- 107 Spośród mierników zadłużenia przedsiębiorstw można wymienić m.in. wskaźniki: ogólnego zadłużenia, zadłużenia oprocentowanego, zadłużenia kapitału własnego, oprocentowanego zadłużenia kapitału własnego, długoterminowego zadłużenia ogółem, długoterminowego zadłużenia kapitału własnego, udziału zobowiązań długoterminowych itp. Por. M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena...*, s. 166; eadem, *Metody podejmowania decyzji finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 89; W. Gabrusewicz, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie*, PWE, Warszawa 2014, s. 342; A. Pieloch-Babiarz, A. Sajnog, *Analiza...*, s. 93–95.

do określenia *podnośnik kapitałowy* lub *przekładnia kapitałowa – gearing ratio* lub *leverage ratio* (ang.)<sup>108</sup>, *Finanzhebel* (niem.)<sup>109</sup>.

Ważną rolę w kształtowaniu kursu giełdowego akcji spółek, a tym samym ich wartości rynkowej, odgrywa także polityka dywidendowa<sup>110</sup>. Realizacja korzyści finansowych przez inwestora może odbywać się nie tylko na drodze osiągnięcia zysków kapitałowych w związku ze wzrostem wartości rynkowej spółki, ale także otrzymywania dywidendy wypłacanej z zysku netto, będącego głównym komponentem wyniku całkowitego. Jak zaznacza Aleksandra Pieloch-Babiarz, wówczas gdy wypłata na rzecz akcjonariuszy przybiera postać dywidendy, częściej obserwuje się korzystną reakcję rynku kapitałowego w sytuacji regularnych, stałych lub rosnących w stałym tempie płatności dywidendowych. Ponadto na wzrost wartości rynkowej spółki może mieć również wpływ forma wypłaty dywidendy<sup>111</sup>. Realizacja polityki wypłat z wykorzystaniem odpowiedniej formy wypłat dywidendy kształtuje atrakcyjność inwestycyjną spółki, przejawiającą się także w możliwości generowania przyszłych korzyści finansowych. Powyższe argumenty skłoniły autora w badaniu zależności między wynikiem całkowitym i wynikiem finansowym netto a wartością rynkową spółek giełdowych do wykorzystania dodatkowego miernika odzwierciedlającego zagadnienie wypłat dywidendy. Biorąc pod uwagę wewnętrzne i zewnętrzne wskaźniki rynku kapitałowego, zdecydowano się na użycie wskaźnika stopy dywidendy DY, szczególnie ważnego dla inwestorów, dla których głównym celem inwestowania w akcje jest otrzymywanie bieżących dochodów z inwestycji w postaci dywidendy, a nie dochodów wynikających ze wzrostu cen akcji. Niski poziom tego wskaźnika na rynku kapitałowym kojarzony jest z przeszacowaniem wartości akcji, natomiast wysoki z ich niedowartościowaniem. Warto jednak zaznaczyć, że na polskim rynku kapitałowym wskaźnik ten może odgrywać mniejszą rolę w porównaniu z krajami rozwiniętych i efektywniejszych rynków kapitałowych. Na podstawie badań Leszka Czapiewskiego i Jarosława Kubiaka, którzy analizowali działalność Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w dwudziestodwuletnim okresie jej funkcjonowania, można mówić o dużej wstrzeźliwości spółek w zakresie wypłat dywidend. Procent podmiotów wypłacających dywidendy wynosił przeciętnie 27,9% i był zdecydowanie niższy w porównaniu z ich odsetkiem na rozwiniętych rynkach europejskich<sup>112</sup>. Przyczyną takiego stanu rzeczy mogą być

108 G. Muradoglu, M. Bakke, G.L. Kvernes, *An Investment Strategy Based on Gearing Ratio*, „Applied Economics Letters” 2005, vol. 12, no. 13; L.C. Bhandari, *Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence*, „The Journal of Finance” 1988, vol. 43, no. 2.

109 F.L. Sell, *Aktuelle Probleme der europäischen Wirtschaftspolitik*, Springer Gabler Verlag, Neubiberg 2019, s. 111.

110 Wpływ na kształtowanie się kursu giełdowego akcji spółek może mieć zarówno wypłata dywidendy, jak i nabycie akcji własnych. Por. A. Pieloch, *Motywy i efekty wykupu akcji własnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012.

111 A. Pieloch-Babiarz, *Wyniki ekonomiczne a atrakcyjność inwestycji w akcje spółek wypłacających dywidendę i nabywających akcje własne*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2017, nr 322, s. 152–153.

112 L. Czapiewski, J. Kubiak, *Wypłaty dywidend spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 1993–2014*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2016, nr 4 (82), s. 63–66.

większe potrzeby inwestycyjne spółek dokonujących reinwestycji wygenerowanego zysku, niższa zyskowość przedsiębiorstw w zestawieniu z krajami rozwiniętymi bądź trudniejszy dostęp do kapitału.

Biorąc po uwagę przedstawione podejście metodologiczne, sformułowano cztery wersje oryginalnych modeli ekonomicznych (M1–M4) z jedną zmienną objaśnianą i sześcioma zmiennymi objaśniającymi. Ponieważ według zastosowanej procedury badawczej zestawiono jednocześnie różnego rodzaju wskaźniki, będące wielkościami relatywnymi (względny) z wartościami bezwzględny) badanych zmiennych, czyli wartością kapitalizacji rynkowej, całkowitą wartością rynkową spółki i wartością aktywów całkowitych, posłużono się logarytmem naturalnym wartości tych trzech zmiennych, czyli  $\ln MC$ ,  $\ln EV$  oraz  $\ln A$  (zob. tab. 7.14)<sup>113</sup>. Jest to podejście często stosowane w badaniach empirycznych, także poświęconych analizie wyniku całkowitego<sup>114</sup>.

**Tabela 7.14.** Modele zależności między wartością rynkową a wynikami finansowymi

M1	$\ln MC_t = \alpha_0 + \alpha_1 \times RoA(CI)_t +$ $+ \alpha_2 \times \ln A_t + \alpha_3 \times D/E_t + \alpha_4 \times DY_t + \alpha_5 \times Neg(CI)_t + \alpha_6 \times SECTOR_t + \mu_t$
M2	$\ln MC_t = \alpha_0 + \alpha_1 \times RoA(NI)_t +$ $+ \alpha_2 \times \ln A_t + \alpha_3 \times D/E_t + \alpha_4 \times DY_t + \alpha_5 \times Neg(NI)_t + \alpha_6 \times SECTOR_t + \mu_t$
M3	$\ln EV_t = \alpha_0 + \alpha_1 \times RoA(CI)_t +$ $+ \alpha_2 \times \ln A_t + \alpha_3 \times D/E_t + \alpha_4 \times DY_t + \alpha_5 \times Neg(CI)_t + \alpha_6 \times SECTOR_t + \mu_t$
M4	$\ln EV_t = \alpha_0 + \alpha_1 \times RoA(NI)_t +$ $+ \alpha_2 \times \ln A_t + \alpha_3 \times D/E_t + \alpha_4 \times DY_t + \alpha_5 \times Neg(NI)_t + \alpha_6 \times SECTOR_t + \mu_t$

Objaśnienia zmiennych:  $\ln MC$  – wartość kapitalizacji rynkowej (logarytm naturalny),  $\ln EV$  – całkowita wartość rynkowa (logarytm naturalny),  $RoA(CI)$  – współczynnik rentowności aktywów całkowitych liczony na podstawie wyniku całkowitego,  $RoA(NI)$  – współczynnik rentowności aktywów całkowitych liczony na podstawie wyniku finansowego netto,  $\ln A$  – wartość aktywów całkowitych (logarytm naturalny),  $D/E$  – stopa zadłużenia liczona jako relacja zobowiązań do kapitału własnego,  $DY$  – stopa dywidendy liczona jako relacja dywidendy na jedną akcję do ceny rynkowej jednej akcji,  $Neg(CI)$  – zmienna kontrolna (zero-jedynkowa) przyjmująca wartość jeden dla ujemnego wyniku całkowitego i zero dla jego dodatniej wartości,  $Neg(NI)$  – zmienna kontrolna (zero-jedynkowa) przyjmująca wartość jeden dla ujemnego wyniku finansowego netto i zero dla jego dodatniej wartości,  $SECTOR$  – zmienna kontrolna (zero-jedynkowa) przyjmująca wartość jeden dla spółek z sektora finanse i zero dla innych branż

**Źródło:** opracowanie własne.

113 Za słusznością takiego podejścia przemawia również fakt dodatnich wartości zmiennych  $MC$ ,  $EV$  i  $A$ , dla których możliwe było obliczenie logarytmu naturalnego.

114 B. Bratten, M. Causholli, U. Khan, *op. cit.*

Procedura badawcza dotycząca wpływu wyników finansowych na wartość rynkową spółek notowanych na GPW obejmowała trzy etapy. Na pierwszym obliczono podstawowe mierniki statystyki opisowej badanych zmiennych. Na kolejnym przeprowadzono badanie siły i charakteru związków korelacyjnych między nimi, zaś na ostatnim za główny wymiar badawczy obrano analizę regresji z wykorzystaniem modeli M1–M4.

Na podstawie zaprezentowanych w tabeli 7.15 wyników badań empirycznych dotyczących 205 spółek prezentujących komponenty pozostałego wyniku całkowitego, należy stwierdzić, że w objętym badaniem dziesięcioleciu średnie wielkości zmiennej lnMC i lnEV wynosiły odpowiednio 5,74 i 5,97, przy medianie wynoszącej 5,46 i 5,72. Zanotowano jednak większe zróżnicowanie zmiennej lnMC, o czym świadczą odchylenie standardowe i współczynnik zmienności. Średnie wielkości zmiennej lnA wynosiły z kolei 6,27, przy rozstępie 1,57–12,58 i medianie wynoszącej 5,86.

**Tabela 7.15.** Statystyki opisowe badanych zmiennych w modelach M1–M4 za lata 2009–2018\*

Wyszczególnienie	LnMC	lnEV	RoA(CI)	RoA(NI)	lnA	D/E	DY
średnia	5,742	5,972	0,032	0,030	6,271	0,250	0,021
mediana	5,458	5,722	0,032	0,030	5,862	0,117	0,000
maksimum	10,922	11,133	5,278	5,372	12,575	7,928	1,079
minimum	-0,519	-0,582	-1,966	-1,966	1,574	-6,030	0,000
odchylenie standardowe	2,016	1,981	0,262	0,262	2,020	0,590	0,041
współczynnik zmienności (w %)	35,1	33,2	830,7	864,3	32,2	236,3	191,7

\* z analizy wykluczono nietypowe wielkości zmiennych RoA(CI) i RoA(NI) dla dwóch spółek: COMPERIA w latach 2009–2010 i WINVEST w 2012 roku (wskaźniki ponad 1000%), a także zmiennej D/E dla trzech spółek: POLIMEXMS w latach 2012–2013, PRIMETECH w latach 2016, 2018 i PBG w 2006 roku (wskaźniki powyżej 10)

**Źródło:** opracowanie własne.

W trakcie analizy zmiennych RoA(CI) i RoA(NI), podobnie jak w przeprowadzonym wcześniej badaniu ich zróżnicowania<sup>115</sup>, nie wykazano zasadniczych różnic między nimi. Obie te kategorie były jednak bardzo zróżnicowane w czasie, czego potwierdzeniem są m.in. wielkości obliczonych współczynników zmienności na poziomie ponad 800%. Wyraźne zróżnicowanie odnotowano również w wypadku

<sup>115</sup> Obliczone miary statystyczne dla RoA(CI) i RoA(NI) różnią się od tych prezentowanych w punkcie 6.3 ze względu na inną grupę badanych przypadków. W ramach modeli M1–M4 obserwacje uzależnione były od dostępności danych dotyczących pozostałych zmiennych i ich liczba wyniosła łącznie 1763.

stopy zadłużenia D/E, dla której wielkości średniej i mediany wynosiły wprawdzie odpowiednio 0,25 i 0,12, ale obliczone odchylenie standardowe i odpowiadający mu współczynnik zmienności wskazywały już jednoznacznie na jej niejednorodność. Ta druga statystyka opisowa wyniosła ponad 200%. Podobnie za zróżnicowaną zmienną należy uznać stopę dywidendy DY, której średnia wielkość wyniosła 0,02, zaś współczynnik zmienności prawie 200%.

Na podstawie zaprezentowanych w tabeli 7.16 macierzy korelacji między badanymi zmiennymi użytymi w modelach M1–M4 można wskazać na istnienie korzystnego charakteru zależności między niemal wszystkimi badanymi kategoriami. Jedynym wyjątkiem była korelacja między stopą zadłużenia a stopą dywidendy, choć na założonym poziomie istotności okazała się ona statystycznie nieistotna.

**Tabela 7.16.** Macierz korelacji między badanymi zmiennymi w modelach wartości rynkowej M1–M4

Wyszczególnienie	lnMC	lnEV	RoA(CI)	RoA(NI)	lnA	D/E	DY
lnMC	1,000	0,950*	0,163*	0,166*	0,872*	0,049*	0,146*
lnEV		1,000	0,091*	0,093*	0,879*	0,068*	0,090*
RoA(CI)			1,000	0,995*	0,015*	0,009	0,116*
RoA(NI)				1,000	0,018*	0,009	0,116*
lnA					1,000	0,045**	0,066*
D/E						1,000	-0,030
DY							1,000

\*, \*\* statystyczna istotność na poziomie odpowiednio 0,05 i 0,1

**Źródło:** opracowanie własne.

Zależność między zmiennymi lnMC a lnEV i RoA(CI) a RoA(NI) okazała się nie tylko korzystna, ale bardzo silna, o czym świadczą obliczone współczynniki korelacji powyżej 0,9. W pierwszym wypadku należy to tłumaczyć faktem, że obie miary odzwierciedlają wartość rynkową spółek, z jednym tylko zastrzeżeniem, że EV obejmuje dodatkowo wartość zobowiązań. Argumentowany już wcześniej brak zasadniczych różnic między współczynnikami RoA(CI) i RoA(NI)<sup>116</sup> wiązać należy z kolei z drugim przypadkiem wysokich korelacji. Otrzymane rezultaty badań nie są odosobnione. Jak wskazują inni autorzy, biorą się one z natury wyniku całkowitego, który składa się z wyniku finansowego netto i pozostałego wyniku całkowitego. Badania dotyczące głównych rynków kapitałowych w Europie, przeprowadzone m.in. przez Stephen Lin i in., wskazują na współczynnik korelacji większy niż 0,8<sup>117</sup>.

116 Por. pkt 6.3.

117 S.W. Lin, O.J. Ramond, J.F. Casta, *Value Relevance of Comprehensive Income and Its Components: Evidence from Major European Capital Markets*, 2007, <https://basepub.dauphine.fr/handle/123456789/2814> (dostęp: 26.08.2020).



Mając z kolei na uwadze podstawowe badane zależności, czyli te między generowanymi wynikami finansowymi a wskaźnikami wartości rynkowej, można jednoznacznie wskazać na istotne statystycznie i korzystne relacje. Obliczone współczynniki korelacji pokazały jednak słabą korelację między zmiennymi RoA(CI) bądź RoA(NI) a lnMC. Co ciekawe, udokumentowano nieznaczną przewagę RoA(NI). W wypadku drugiej zmiennej odzwierciedlającej wartość rynkową lnEV korelacje były jeszcze słabsze, wręcz nikłe.

Zmienna kontrolna lnA była silnie i korzystnie skorelowana z wartością rynkową, zarówno kapitału własnego, jak i całego przedsiębiorstwa, czego nie da się powiedzieć o korelacji z wynikami finansowymi RoA(CI) i RoA(NI). Można to tłumaczyć faktem, że w badanych spółkach nie odnotowano zasadniczych różnic między wartością księgową i wartością rynkową<sup>118</sup>, które jak widać są ze sobą w dużej mierze zbieżne. Dwie dodatkowe zmienne kontrolne (*control variables*) w postaci stopy zadłużenia i stopy dywidendy miały nikłe powiązania z pozostałymi zmiennymi, zarówno endogenicznymi, jak i egzogenicznymi. Poza tym w kilku wypadkach zależności te były nieistotne statystycznie.

Poddając analizie regresji wartość kapitalizacji giełdowej i wartość całkowitej wartości rynkowej badanych spółek z wykorzystaniem zmiennych użytych w jednorównaniowych modelach M1–M4<sup>119</sup>, należy przede wszystkim zwrócić uwagę na kierunki oddziaływania dwóch głównych zmiennych endogenicznych RoA(CI) i RoA(NI) na zmienne egzogeniczne lnMC oraz lnEV.

Na podstawie wyników badań empirycznych zaprezentowanych w tabeli 7.17 można wskazać, że zarówno wyniki finansowe netto, jak i wyniki całkowite miały jednoznacznie korzystny wpływ na wartość kapitalizacji giełdowej oraz całkowitą wartość rynkową badanych spółek. W owym wpływie zarówno w pierwszym, jak i drugim wypadku odnotowano jednak przewagę kategorii wyniku finansowego netto. Parametry stojące przy tych zmiennych okazały się istotne statystycznie na założonym poziomie istotności 0,05.

118 Odchylenia tego typu wyraża się często w postaci tzw. opcji wzrostu, czyli powszechnie stosowanego na giełdach całego świata wskaźnika relacji wartości rynkowej do wartości księgowej MV/BV (*market value to book value*). Por. m.in. W.B. Lewellen, S.G. Badrinath, *On the Measurement of Tobin'sq*, „Journal of Financial Economics” 1997, vol. 44, no. 1. Wskaźnik MV/BV stosowany jest także do pomiaru kapitału intelektualnego. Por. H.H. Hsiung, J.L. Wang, *Value Creation Potential of Intellectual Capital in the Digital Content Industry*, „Investment Management and Financial Innovations” 2012, vol. 9, no. 2; M. Strojny, *Jak identyfikować i mierzyć niewidoczne zasoby przedsiębiorstwa? Zastosowanie metody The Value Explorer*, „E-mentor” 2017, nr 5.

119 W procedurze badawczej zastosowano zwykły panel najmniejszych kwadratów OLS (*ordinary least squares panel*). Biorąc pod uwagę panel z dużą liczbą spółek i długim okresem, przeprowadzono również estymacje ze stałymi efektami panelu FE (*fixed effects*), ale wyniki oszacowania były zbliżone.

**Tabela 7.17.** Wyniki estymacji modeli M1–M4

Wersja modelu	Zmienna objaśniana	Zmienne objaśniające	Wartości parametrów	Statystyki	p-value	Współczynnik determinacji R <sup>2</sup>
M1	lnMC	RoA(CI)	0,679*	7,499	0,000	0,79
		lnA	0,831*	75,001	0,000	
		D/E	0,030	0,852	0,394	
		DY	2,179*	3,954	0,000	
		Neg(CI)	-0,666*	-11,191	0,000	
		SECTOR	-0,276*	-5,039	0,000	
M2	lnMC	RoA(NI)	0,697*	7,668	0,000	0,79
		lnA	0,832*	74,926	0,000	
		D/E	0,030	0,841	0,400	
		DY	2,250*	4,076	0,000	
		Neg(NI)	-0,647*	-10,766	0,000	
		SECTOR	-0,290*	-5,294	0,000	
M3	lnEV	RoA(CI)	0,295*	3,174	0,002	0,77
		lnA	0,841*	73,707	0,000	
		D/E	0,105*	2,755	0,006	
		DY	0,132	0,236	0,814	
		Neg(CI)	-0,376*	-6,171	0,000	
		SECTOR	-0,387*	-6,826	0,000	
M4	lnEV	RoA(NI)	0,317*	3,404	0,001	0,77
		lnA	0,842*	73,725	0,000	
		D/E	0,104*	2,728	0,006	
		DY	0,214	0,382	0,703	
		Neg(NI)	-0,341*	-5,529	0,000	
		SECTOR	-0,398*	-7,000	0,000	

\* statystyczna istotność na poziomie 0,05

**Źródło:** obliczenia własne.

We wszystkich czterech podejściach (modelach) zmienną niezależną, która wywierała korzystny i istotny statystycznie wpływ na wartość rynkową badanych spółek był wskaźnik lnA. Za ważną determinantę wyceny spółki na rynku należy zatem

przyjąć jej wielkość mierzoną wartością kapitału całkowitego (aktywów całkowitych). Z ekonomicznego punktu widzenia to niezmiernie ważny wniosek, który zwraca uwagę na konieczność uwzględniania przez podmioty rynku kapitałowego wielkości spółki jako kluczowej determinanty wartości przedsiębiorstwa. Wzięcie pod uwagę tego wpływu nabiera szczególnego znaczenia w analizie ekonomicznej, szczególnie porównawczej analizie wyników finansowych. Wiadomo, że wielkość przedsiębiorstwa może być wyrażana także przez inne parametry, np. wartość przychodów ze sprzedaży (obrotu), wartość kapitału własnego bądź liczba zatrudnionych pracowników, jednakże wartość aktywów całkowitych jest miernikiem najczęściej stosowanym w badaniach empirycznych poświęconych zarówno wynikom finansowym, jak i wartości rynkowej.

Wyniki analizy regresji dla stopy zadłużenia i stopy dywidendy pokazały różnorakie aspekty ich siły oddziaływania na wartość rynkową. Wprawdzie wszystkie oszacowane parametry stojące przy tych zmiennych były dodatnie, ale statystycznie istotny wpływ wskaźnika DY na wartość rynkową można potwierdzić wyłącznie w modelach M1 i M2, zaś wskaźnika D/E w modelach M3 i M4.

Niejednoznaczne wyniki badań dotyczących wpływu dywidendy na wartość rynkową przedsiębiorstwa nie są odosobnione. Istnieje bowiem wiele zróżnicowanych poglądów na temat wpływu polityki dywidendy na wartość rynkową spółki, spośród których można wymienić trzy zasadnicze głoszące, że wypłacona dywidenda:

- 1) nie wpływa na wartość rynkową przedsiębiorstwa (polityka neutralna)<sup>120</sup>,
- 2) skutkuje wzrostem wartości rynkowej przedsiębiorstwa (polityka prodywidendowa)<sup>121</sup>,
- 3) obniża wartość rynkową przedsiębiorstwa (polityka antydywidendowa)<sup>122</sup>.

Wykazany w modelach M1–M2 korzystny i istotny statystycznie wpływ stopy dywidendy DY na wartość rynkową spółek notowanych na GPW potwierdza jednak walor sygnalizacyjny dywidendy, wyrażający się nie tylko w stabilności stosowanej polityki podziału zysku netto, ale odzwierciedlający wzrost wartości rynkowej.

Brak wyraźnego wpływu stopy zadłużenia D/E na wartość rynkową badanych spółek można z kolei tłumaczyć efektem dźwigni finansowej. Nie zawsze spółki charakteryzujące się względnie niskimi wskaźnikami zadłużenia mogą w większym stopniu korzystać z kapitałów obcych i zwiększać efektywność ekonomiczną wskutek dodatniego efektu lewarowania. Ponadto rosnący poziom zadłużenia, które podnosi średni ważony koszt kapitału, może w rezultacie przyczynić się do obniżenia rentowności kapitału własnego, znajdując wyraz w ujemnym efekcie dźwigni finansowej.

120 M.H. Miller, F. Modigliani, *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, „Journal of Business” 1961, vol. 34, no. 4.

121 M.J. Gordon, *Dividends, Earnings and Stock Prices*, „The Review of Economics and Statistics” 1959, nr 41, no. 2.

122 A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz (red.), *Value Based Management. Konceptje, narzędzia, przykłady*, Poltex, Warszawa 2008, s. 423.

Całkiem odmienny charakter oddziaływania na wartość rynkową spółek, co ważne, istotny statystycznie, zaobserwowano w wypadku trzech dychotomicznych zmiennych – Neg(CI), Neg(NI) i SECTOR. W każdym z rozpatrywanych modeli okresy deficytowe bądź zyskowe spółek, jak również przynależność do danej branży (finanse bądź nie) miały niekorzystny wpływ na kapitalizację giełdową i całkowitą wartość rynkową.

**Tabela 7.18.** Modele zależności między wartością rynkową a komponentami wyniku całkowitego

M5	$\ln MC_t = \alpha_0 + \alpha_1 \times RoA(NI)_t + \alpha_2 \times RoA(OCI)_t +$ $+ \alpha_3 \times \ln A_t + \alpha_4 \times D/E_t + \alpha_5 \times DY_t + \alpha_6 \times Neg(CI)_t + \alpha_7 \times SECTOR_t + \mu_t$
M6	$\ln MC_t = \alpha_0 + \alpha_1 \times RoA(NI)_t + \alpha_2 \times RoA(REV)_t + \alpha_3 \times RoA(PENS)_t +$ $+ \alpha_4 \times RoA(FOREX)_t + \alpha_5 \times RoA(AFS)_t + \alpha_6 \times RoA(HEDGE)_t +$ $+ \alpha_7 \times \ln A_t + \alpha_8 \times D/E_t + \alpha_9 \times DY_t + \alpha_{10} \times Neg(CI)_t + \alpha_{11} \times SECTOR_t + \mu_t$
M7	$\ln EV_t = \alpha_0 + \alpha_1 \times RoA(NI)_t + \alpha_2 \times RoA(OCI)_t +$ $+ \alpha_3 \times \ln A_t + \alpha_4 \times D/E_t + \alpha_5 \times DY_t + \alpha_6 \times Neg(CI)_t + \alpha_7 \times SECTOR_t + \mu_t$
M8	$\ln EV_t = \alpha_0 + \alpha_1 \times RoA(NI)_t + \alpha_2 \times RoA(REV)_t + \alpha_3 \times RoA(PENS)_t +$ $+ \alpha_4 \times RoA(FOREX)_t + \alpha_5 \times RoA(AFS)_t + \alpha_6 \times RoA(HEDGE)_t +$ $+ \alpha_7 \times \ln A_t + \alpha_8 \times D/E_t + \alpha_9 \times DY_t + \alpha_{10} \times Neg(CI)_t + \alpha_{11} \times SECTOR_t + \mu_t$

Objaśnienia zmiennych: RoA(OCI) – współczynnik rentowności aktywów całkowitych liczony na podstawie pozostałego wyniku całkowitego, RoA(REV) – współczynnik rentowności aktywów całkowitych liczony na podstawie zmian w nadwyżce z przeszacowania środków trwałych i wartości niematerialnych, RoA(PENS) – współczynnik rentowności aktywów całkowitych liczony na podstawie zysków (strat) aktuarialnych z tytułu programu określonych świadczeń pracowniczych, RoA(FOREX) – współczynnik rentowności aktywów całkowitych liczony na podstawie zysków (strat) wynikających z przeliczenia pozycji sprawozdania finansowego jednostki działającej za granicą, RoA(AFS) – współczynnik rentowności aktywów całkowitych liczony na podstawie zysków (strat) z tytułu przeszacowania składników aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży, RoA(HEDGE) – współczynnik rentowności aktywów całkowitych liczony na podstawie efektywnej części zysków (strat) związanych z instrumentami zabezpieczającymi w ramach zabezpieczania przepływów pieniężnych, pozostałe oznaczenia jak w tabeli 7.14

**Źródło:** opracowanie własne.

Jako swego rodzaju dopełnienie analizy zależności między wartością rynkową a wynikiem całkowitym w porównaniu z wynikiem finansowym netto potraktowano dwa dodatkowe kierunki badawcze podejmujące ocenę jednoczesnego wpływu:

- 1) dwóch kluczowych składników wyniku całkowitego NI i OCI na kształtowanie wskaźników rynku kapitałowego;

- 2) wyniku finansowego netto i komponentów OCI – REV, PENS, FOREX, AFS oraz HEDGE na mierniki rynkowe;

przy zastosowaniu analogicznych zmiennych kontrolnych użytych w modelach M1–M4. W rezultacie zdefiniowano dwa modele wartości rynkowej z siedmioma zmiennymi objaśniającymi (M5 i M7) oraz dwa modele z jedenastoma zmiennymi niezależnymi (M6 i M8) (zob. tab. 7.18). Wartości OCI, REV, PENS, FOREX, AFS i HEDGE, podobnie jak poprzednio CI i NI, zostały zestawione z wartościami aktywów całkowitych, uzyskując w rezultacie odpowiednie współczynniki rentowności aktywów RoA.

Przeprowadzona analiza zależności między wartością rynkową a poszczególnymi komponentami wyniku całkowitego potwierdziła różnokierunkowy charakter ich wzajemnego oddziaływania. Obliczone współczynniki korelacji świadczyły o istnieniu zarówno korzystnych jak i niekorzystnych związków między badanymi zmiennymi (zob. tab. 7.19). Dodatnie wielkości współczynników korelacji odnotowano w wypadku zależności między wartością kapitalizacji rynkowej i całkowitej wartości rynkowej a rentownością aktywów szacowaną przy udziale FOREX, AFS i HEDGE, zaś ujemne korelacje wystąpiły przy zmiennych OCI, REV i PENS. We wszystkich tych dwunastu przypadkach wielkości modułów współczynników korelacji kształtowały się między 0,003 a 0,109, co świadczy o bardzo znikomej sile zależności. Ponadto ze statystycznego punktu widzenia związku między  $\ln MC$  i  $\ln EV$  a OCI, RoA(FOREX) oraz RoA(HEDGE) nie były istotne przy założonym poziomie istotności 0,05 bądź nawet 0,1. Między OCI i jego komponentami a wielkością spółek, stopą zadłużenia lub stopą dywidendy zachodziły także różnokierunkowe zależności, ale również o nikłej, często nieistotnej statystycznie sile.

**Tabela 7.19.** Macierz korelacji między badanymi zmiennymi

Wyszczególnienie	$\ln MC$	$\ln EV$	RoA (NI)	RoA (OCI)	RoA (REV)	RoA (PENS)	RoA (FOREX)	RoA (AFS)	RoA (HEDGE)	$\ln A$	D/E	DY
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
$\ln MC$	1,000	0,963*	0,063*	-0,038	-0,102*	-0,109*	0,004	0,059*	0,024	0,890*	0,004	0,220*
$\ln EV$		1,000	0,018	-0,038	-0,094*	-0,106*	0,003	0,050**	0,017	0,892*	0,041	0,168*
RoA (NI)			1,000	-0,043	-0,017	-0,009	-0,008	-0,004	0,018	-0,066*	-0,013	0,080*
RoA (OCI)				1,000	0,410*	0,039	0,046	0,121*	0,091*	-0,046*	0,002	0,005

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
RoA (REV)					1,000	0,007	0,000	-0,003	-0,001	-0,095*	0,045	-0,058**
RoA (PENS)						1,000	-0,004	-0,014	0,027	-0,106	-0,010	-0,031
RoA (FOREX)							1,000	0,001	-0,018	0,002**	0,002	0,002
RoA (AFS)								1,000	0,019	0,054	-0,018	-0,021
RoA (HEDGE)									1,000	0,020	-0,020	0,043
lnA										1,000	-0,007	0,102
D/E											1,000	-0,040
DY												1,000

\*, \*\* statystyczna istotność na poziomie odpowiednio 0,05 i 0,1

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela 7.20.** Wyniki estymacji modeli M5–M8

Wersja modelu	Zmienna objaśniana	Zmienne objaśniające	Wartości parametrów	Statystyki	p-value	Współczynnik determinacji R <sup>2</sup>
1	2	3	4	5	6	7
M5	lnMC	RoA(NI)	0,559*	6,086	0,000	0,83
		RoA(OCI)	-0,716	-0,884	0,377	
		lnA	0,836*	68,206	0,000	
		D/E	0,015	0,358	0,721	
		DY	5,565*	6,695	0,000	
		Neg(Cl)	-0,588*	-8,350	0,000	
		SECTOR	-0,430*	-6,778	0,000	

**334** Wynik całkowity – jakość i użyteczność w procesie...

Tabela 7.20 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7
M6	lnMC	RoA(NI)	0,710*	8,159	0,000	0,81
		RoA(REV)	-1,538	-0,929	0,353	
		RoA(PENS)	-0,001	-0,547	0,585	
		RoA(FOREX)	0,001	0,194	0,847	
		RoA(AFS)	0,001	0,681	0,496	
		RoA(HEDGE)	0,000	-0,516	0,606	
		lnA	0,853*	77,564	0,000	
		D/E	0,026	0,776	0,438	
		DY	2,305*	4,337	0,000	
		Neg(NI)	-0,617*	-10,739	0,000	
		SECTOR	-0,333*	-6,255	0,000	
M7	lnEV	RoA(NI)	0,315*	3,331	0,001	0,82
		RoA(OCI)	-0,335	-0,400	0,690	
		lnA	0,845*	66,804	0,000	
		D/E	0,180*	3,619	0,000	
		DY	2,768*	3,234	0,001	
		Neg(CI)	-0,361*	-4,960	0,000	
		SECTOR	-0,554*	-8,369	0,000	
M8	lnEV	RoA(NI)	0,321*	3,602	0,000	0,79
		RoA(REV)	-0,249	-0,147	0,883	
		RoA(PENS)	-0,001	-0,214	0,831	
		RoA(FOREX)	0,000	0,026	0,980	
		RoA(AFS)	0,000	0,086	0,931	
		RoA(HEDGE)	0,000	-0,479	0,632	
		lnA	0,865*	76,704	0,000	
		D/E	0,101	2,746	0,006	
		DY	0,275	0,508	0,611	
		Neg(NI)	-0,325*	-5,530	0,000	
		SECTOR	-0,453*	-8,216	0,000	

\* statystyczna istotność na poziomie 0,05

**Źródło:** obliczenia własne.

Przeprowadzona analiza regresji dla potrzeb oceny czterech jednorównaniowych modeli ekonomicznych (M5–M8) pokazała, że kierunki oddziaływania głównych zmiennych endogenicznych, czyli NI, OCI, REV, PENS, FOREX, AFS i HEDGE na zmienne egzogeniczne  $\ln MC$  i  $\ln EV$  nie zawsze były dodatnie, a oszacowane dla nich parametry okazały się często nieistotne statystycznie (zob. tab. 7.20). Pozostały wynik całkowity, skalowany wielkością aktywów całkowitych, w porównaniu z wynikiem finansowym netto, w każdym z modeli wywierał niekorzystny wpływ na kształtowanie wartości rynkowej kapitału własnego i całkowitej wartości rynkowej. Żaden oszacowany przy tej zmiennej parametr nie był istotny statystycznie, więc nie można na tej podstawie wyciągnąć bezspornych jednoznacznych wniosków.

Niekorzystny, ale również nieistotny statystycznie, wpływ na wartość rynkową miała rentowność aktywów całkowitych liczona na podstawie zmian w nadwyżce z przeszacowania środków trwałych i wartości niematerialnych oraz zysków (strat) aktuarialnych z tytułu programu określonych świadczeń pracowniczych. Korzystne, choć także nieistotne zależności odnotowano w wypadku stopy zwrotu szacowanej z wykorzystaniem zysków (strat) wynikających z przeliczenia pozycji sprawozdania finansowego jednostki działającej za granicą z tytułu przeszacowania składników aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży i na podstawie efektywnej części zysków (strat) związanych z instrumentami zabezpieczającymi w ramach zabezpieczania przepływów pieniężnych.

Uzyskane komparatywne rezultaty badań nad wpływem wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto na wartość rynkową spółek giełdowych w Polsce uprawniają do sformułowania kilku wniosków. Po pierwsze badanie zależności między tymi wynikami a kapitalizacją giełdową ( $MC$ ) i całkowitą wartością rynkową ( $EV$ ) wskazało na istnienie istotnych statystycznie związków o korzystnym charakterze, ale nikłej sile. Nie zanotowano jednak przewagi wyniku całkowitego nad wynikiem finansowym netto, a wręcz przeciwnie, to wynik netto cechował się nieco wyższymi wielkościami współczynników korelacji z wartością rynkową. Wnikliwe badanie związków między wartością rynkową a poszczególnymi komponentami wyniku całkowitego, czyli zarówno łącznego OCI, jak i jego składowych (REV, PENS, FOREX, AFS i HEDGE) w jeszcze w większym stopniu podważyło te przypuszczenia. Świadczą o tym nie tylko ujemne wielkości współczynników korelacji przy niektórych zmiennych, ale także nieistotne statystycznie parametry w zaproponowanych modelach ekonomicznych. Stwierdzenia zawartego w hipotezie  $H_5$ , że kształtowanie się wyniku całkowitego spółek giełdowych w Polsce ma większy wpływ na ich wycenę rynkową niż wartość generowanego przez nie wyniku finansowego netto, nie można zatem uznać za słuszne.

Uzyskane niejednoznaczne wyniki badań potwierdzają natomiast istniejący od dawna w literaturze przedmiotu dysonans w zakresie oddziaływania poszczególnych wyników finansowych na wartość rynkową, nie dając inwestorom na rynku kapitałowym jednoznacznego wskazania, na którym z wyników finansowych mogą opierać swoje analizy i oszacowania w zakresie wyceny spółek na rynku. Za bardzo



ważny i zaskakujący in plus rezultat badań należy jednak uznać fakt, że wyniki finansowe spółek notowanych na warszawskiej GPW cechuje korzystny wpływ na wartość rynkową nie tylko kapitału własnego, ale również całego przedsiębiorstwa. Problem ten nabiera szczególnego znaczenia w obliczu sprzecznych, wcześniej prezentowanych w literaturze przedmiotu rezultatów badań<sup>123</sup>, a także kontrowersji wokół użyteczności wyników księgowych dla rynku kapitałowego. Niewątpliwie wynik całkowity, podobnie jak wynik finansowy netto, związany jest z wartością rynkową, ale zdecydowanie pozostały wynik całkowity i jego komponenty nie mają już takich atrybutów.

#### 7.4.4. Wartość predykcyjna wyniku całkowitego

Jak już wspomiano, zgodnie z założeniami koncepcyjnymi Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej „obecni lub potencjalni inwestorzy, pożyczkodawcy i inni wierzyciele potrzebują informacji pomocnych w ocenie perspektyw przyszłych wpływów środków pieniężnych netto do jednostki”<sup>124</sup>. Celem raportowania wyników finansowych, w tym całkowitych, jest komunikowanie uczestnikom rynku kapitałowego wszystkich informacji, także wewnętrznych, które mogłyby wykorzystać w przewidywaniu przyszłych zarówno wyników finansowych, jak i przepływów pieniężnych. W tym nurcie rozważań informacje zawarte w sprawozdaniu z wyników całkowitych stanowią bez wątpienia ważne determinanty oceny przyszłych memoriałowych i kasowych korzyści dla akcjonariuszy, ostatecznie kojarzonych z przyszłą wartością rynkową spółki. Niejednoznaczne wyniki dotychczasowych badań w zakresie użyteczności wyniku całkowitego dla rynku kapitałowego wyrażonej jako jego wartość predykcyjna<sup>125</sup>, świadczą jednak o wątpliwości co do tego, czy wynik całkowity jest faktycznie w stanie dostarczyć na tyle pełnych informacji, by mogły one służyć inwestorom do podejmowania decyzji finansowych, w szczególności w zakresie przyszłych zdarzeń. Zastanawiające jest, na ile nie tylko to, czy wynik całkowity ma w tym względzie przewagę nad wynikiem finansowym netto, ale a także to, czy poszczególne składniki pozostałego wyniku całkowitego, tzn. zmiany w nadwyżce z przeszacowania środków trwałych i wartości niematerialnych (REV), zyski (straty) aktuarialne z tytułu programu określonych świadczeń pracowniczych (PENS), zyski (straty) wynikające z przeliczenia pozycji sprawozdania finansowego jednostki działającej za granicą (FOREX), zyski (straty) z tytułu przeszacowania składników aktywów finansowych dostępnych do

123 Por. T. Dudycz, *op. cit.*

124 International Accounting Standards Board, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej 2011*. MSSF, t. 1–2, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2011, MSR 1, s. A30.

125 Por. pkt 4.3.

sprzedaży (AFS) oraz efektywna części zysków (strat) związanych z instrumentami zabezpieczającymi w ramach zabezpieczania przepływów pieniężnych (HEDGE), cechuje jakakolwiek wartość predykcyjna.

Dotychczasowe badania empiryczne prowadzone na rynkach zagranicznych dotyczyły kilku sposobów wyjaśniania zdolności predykcyjnych wyników finansowych. Najczęściej weryfikowano, czy wyniki finansowe generowane w danym okresie obrachunkowym wpływają korzystnie na wyniki finansowe bądź przepływy pieniężne w następnym okresie, a nawet w kolejnych<sup>126</sup>. Warto jednak zdaniem autora rozszerzyć to podejście o analizę tego wpływu na przyszłą wartość rynkową, co znacznie poszerza i dokładniej wyjaśnia kontekst oceny wartości predykcyjnej księgowych wyników finansowych. Zaproponowane rozwiązanie metodologiczne, będące oryginalną autorską koncepcją analityczną, nieprezentowaną wcześniej w literaturze przedmiotu, nabiera szczególnego znaczenia w aspekcie podejmowania decyzji przez inwestorów. Nie muszą oni zwracać uwagi jedynie na przyszłe mierniki księgowe, ale mogą, a nawet powinni, prognozować także wskaźniki rynku kapitałowego, np. przyszłą kapitalizację rynkową bądź całkowitą wartość rynkową przedsiębiorstwa.

Biorąc pod uwagę dotychczasowe podejścia metodologiczne prezentowane w literaturze przedmiotu, wartość predykcyjną wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto dla danego okresu sprawozdawczego w zestawieniu z tymi wynikami dla kolejnego okresu można zapisać w postaci czterech następujących zależności<sup>127</sup>:

$$CI_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times CI_t + \mu_t$$

$$NI_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times NI_t + \mu_t$$

$$NI_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times CI_t + \mu_t$$

$$CI_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times NI_t + \mu_t$$

W powyższych równaniach zestawia się zatem wynik finansowy z bieżącego okresu z wynikiem z okresu następnego (bądź kolejnych okresów). Jak nietrudno zauważyć, pierwsze dwa równania są zbieżne z analizą trwałości (zmienności) wyniku finansowego, którą przeprowadza się za pomocą porównania wyniku finansowego

126 *Ibidem*.

127 H.W. Huang, S. Lin, K. Raghunandan, *The Volatility of Other Comprehensive Income and Audit Fees*, „Accounting Horizons” 2016, vol. 30, no. 2; B. Bratten, M. Causholli, U. Khan, *op. cit.*; I. Goncharov, A.C. Hodgson, *Measuring and Reporting Income in Europe*, „Journal of International Accounting Research” 2011, vol. 10, no. 1; A. Mechelli, R. Cimini, *Is Comprehensive Income Value Relevant and Does Location Matter? A European Study*, „Accounting in Europe” 2014, vol. 11, no. 1; M.H. Kabir, F. Laswad, *Properties of Net Income and Total Comprehensive Income: New Zealand Evidence*, „Accounting Research Journal” 2011, vol. 24, no. 3.

z bieżącego okresu z wynikiem z okresu poprzedniego bądź okresów przeszłych, co było już przedmiotem badania zaprezentowanego w tym rozdziale<sup>128</sup>. Do badania użyteczności wyniku całkowitego w podejmowaniu decyzji na rynku kapitałowym w zakresie przyszłych wyników finansowych wykorzystano zatem wyłącznie dwa kolejne równania, kojarzone z wpływem bieżącego wyniku całkowitego na przyszłe wyniki finansowe netto i odwrotnie.

Niewątpliwie, w literaturze przedmiotu znacznie więcej uwagi poświęca się zdolności wyników finansowych do prognozowania przyszłych przepływów pieniężnych, w szczególności przepływów z działalności operacyjnej, rzadziej zaś przepływów pieniężnych netto<sup>129</sup>. Takie zależności dla wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto można zapisać w postaci następujących równań:

$$OCF_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times CI_t + \mu_t$$

$$OCF_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times NI_t + \mu_t$$

gdzie:

OCF (*operating cash flow*) – wartość przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Natomiast w ramach trzeciego, oryginalnego podejścia metodologicznego do badania zdolności predykcyjnej wyników finansowych można użyć także wskaźników rynku kapitałowego, np. MC<sup>130</sup>, co w zapisie matematycznym wygląda następująco:

$$MC_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times CI_t + \mu_t$$

$$MC_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times NI_t + \mu_t$$

Zestawiając te trzy podejścia, uzyskano w rezultacie sześć równań regresji, w których zostały uwzględnione proponowane wcześniej koncepcje analityczne. Po pierwsze wartości obu wyników finansowych (całkowitego i netto) zostały skalibrowane wartościami aktywów całkowitych, uwzględniając tym samym dwa

128 Por. pkt 7.4.1.

129 P. Pronobis, H. Zülch, *The Predictive Power of Comprehensive Income and its Individual Components under IFRS*, „Problems and Perspectives in Management” 2011, vol. 9, no. 4; M.H. Kabir, F. Laswad, *op. cit.*; I. Goncharov, A.C. Hodgson, *op. cit.*; H.W. Huang, S. Lin, K. Raghunandan, *op. cit.*

130 Ze względu na zbliżone rezultaty badań empirycznych, uzyskane w analizie zależności między wynikami finansowymi a wartością rynkową mierzoną za pomocą wskaźników MC i EV (zob. pkt 7.4.3), w badaniu wartości predykcyjnej wyników finansowych zdecydowano się na użycie wyłącznie jednego z nich.

współczynniki rentowności, czyli  $RoA(CI)$  i  $RoA(NI)$ . Podobnie postąpiono z wartościami operacyjnych przepływów pieniężnych, uzyskując w ten sposób dynamiczne współczynniki rentowności aktywów całkowitych liczone na podstawie OCF, czyli  $RoA(OCF)$ . Za uzasadnione uznano, analogicznie jak w badaniu związków między wynikami finansowymi a wartością rynkową, uwzględnienie w powyższych równaniach skali prowadzonej działalności w postaci wartości kapitału całkowitego (aktywów całkowitych) mierzonej za pomocą zmiennej  $\ln A$ . Logarytm naturalny został zastosowany także przy wskaźniku rynku kapitałowego, tzn. MC. W analizie regresji odzwierciedlono również problem zróżnicowania międzysektorowego i konserwatyizmu warunkowego, wprowadzając do powyższych równań zmienne  $Neg(CI)$ ,  $Neg(NI)$  oraz  $SECTOR$ .

Niektórzy autorzy w ocenie zdolności predykcyjnej wyników finansowych używali dodatkowych zmiennych kontrolnych, np. w postaci wskaźnika ceny do wartości księgowej  $P/BV$ , ale także tych wykorzystywanych przez autora w badaniu związków między wynikami finansowymi a wartością rynkową, tzn. stopy zadłużenia bądź stopy dywidendy<sup>131</sup>. Zgodnie z tymi propozycjami, uwzględniono je w powyższych modelach z zastrzeżeniem, że miernik  $P/BV$ , jako wskaźnik rynku kapitałowego, nie został zastosowany dla modeli predykcji wartości rynkowej (zob. tab. 7.21).

**Tabela 7.21.** Modele wartości predykcyjnej wyników finansowych  $CI$  i  $NI$

M1	$RoA(NI)_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times RoA(CI)_t +$ $+ \alpha_2 \times \ln A_t + \alpha_3 \times P/BV_t + \alpha_4 \times D/E_t + \alpha_5 \times DY_t + \alpha_6 \times Neg(CI)_t +$ $+ \alpha_7 \times SECTOR_t + \mu_t$
M2	$RoA(CI)_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times RoA(NI)_t +$ $+ \alpha_2 \times \ln A_t + \alpha_3 \times P/BV_t + \alpha_4 \times D/E_t + \alpha_5 \times DY_t + \alpha_6 \times Neg(NI)_t +$ $+ \alpha_7 \times SECTOR_t + \mu_t$
M3	$RoA(OCF)_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times RoA(CI)_t +$ $+ \alpha_2 \times \ln A_t + \alpha_3 \times P/BV_t + \alpha_4 \times D/E_t + \alpha_5 \times DY_t + \alpha_6 \times Neg(CI)_t +$ $+ \alpha_7 \times SECTOR_t + \mu_t$
M4	$RoA(OCF)_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times RoA(NI)_t +$ $+ \alpha_2 \times \ln A_t + \alpha_3 \times P/BV_t + \alpha_4 \times D/E_t + \alpha_5 \times DY_t + \alpha_6 \times Neg(NI)_t +$ $+ \alpha_7 \times SECTOR_t + \mu_t$

131 P. Pronobis, H. Zülch, *op. cit.*; I. Goncharov, A.C. Hodgson, *op. cit.*; A. Mechelli, R. Cimini, *op. cit.*

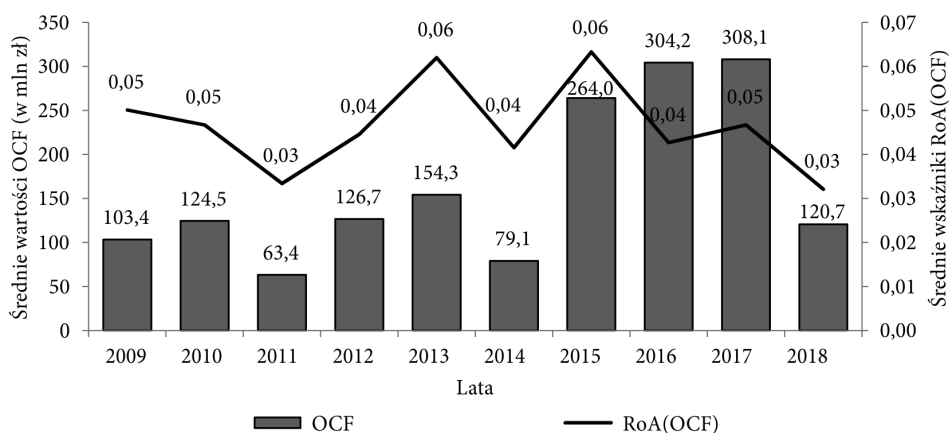
Tabela 7.21 (cd.)

M5	$\ln MC_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times RoA(CI)_t +$ $+ \alpha_2 \times \ln A_t + \alpha_3 \times D/E_t + \alpha_4 \times DY_t + \alpha_5 \times Neg(CI)_t + \alpha_6 \times SECTOR_t + \mu_t$
M6	$\ln MC_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times RoA(NI)_t +$ $+ \alpha_2 \times \ln A_t + \alpha_3 \times D/E_t + \alpha_4 \times DY_t + \alpha_5 \times Neg(NI)_t + \alpha_6 \times SECTOR_t + \mu_t$

Objaśnienia zmiennych:  $\ln MC$  – wartość kapitalizacji rynkowej (logarytm naturalny),  $RoA(CI)$  – współczynnik rentowności aktywów całkowitych liczony na podstawie wyniku całkowitego,  $RoA(NI)$  – współczynnik rentowności aktywów całkowitych liczony na podstawie wyniku finansowego netto,  $RoA(OCF)$  – współczynnik rentowności aktywów całkowitych liczony na podstawie przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej,  $\ln A$  – wartość aktywów całkowitych (logarytm naturalny),  $P/BV$  – wskaźnik ceny do wartości księgowej liczony jako relacja cena rynkowej jednej akcji do kapitału własnego na jedną akcję,  $D/E$  – stopa zadłużenia liczona jako relacja zobowiązań do kapitału własnego,  $DY$  – stopa dywidendy liczona jako relacja dywidendy na jedną akcję do ceny rynkowej jednej akcji,  $Neg(CI)$  – zmienna kontrolna (zero-jedynkowa) przyjmująca wartość jeden dla ujemnego wyniku całkowitego i zero dla dodatniej jego wartości,  $Neg(NI)$  – zmienna kontrolna (zero-jedynkowa), przyjmująca wartość jeden dla ujemnego wyniku finansowego netto i zero dla dodatniej jego wartości,  $SECTOR$  – zmienna kontrolna (zero-jedynkowa), przyjmująca wartość jeden dla spółek z sektora finanse i zero dla innych branż

**Źródło:** opracowanie własne.

Zmienną egzogeniczną w modelach M3–M4, która wymaga dodatkowego omówienia są przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, wyrażone w postaci współczynników rentowności  $RoA(OCF)$ . Jak wynika z rysunku 7.9 średnie bezwzględne wartości operacyjnych przepływów pieniężnych w objętych badaniem latach wahały się od 63,4 mln zł w 2011 roku do ponad 300 mln zł w latach 2016–2017. Odniesienie



**Rysunek 7.9.** Kształtowanie się średnich wartości OCF i wskaźników  $RoA(OCF)$  badanych spółek giełdowych w latach 2009–2018

**Źródło:** opracowanie własne.

tych wartości do wielkości spółek, czyli wartości aktywów całkowitych, pokazało podobne tendencje co do zmian, chociaż już nie tak skrajne, a w 2016 roku nawet przeciwne – w porównaniu z rokiem poprzednim przepływy operacyjne wzrosły, zaś liczona z ich wykorzystaniem rentowność spadła.

**Tabela 7.22.** Statystyki opisowe OCF (w mln zł) i RoA(OCF) za lata 2009–2018

Wyszczególnienie	OCF	RoA(OCF)
średnia arytmetyczna	164,8	0,046
odchylenie standardowe	1121,5	0,127
odchylenie ćwiartkowe	20,7	0,050
minimum	-8499,9	-1,840
mediana	6,4	0,035
maksimum	22 871,0	1,850
współczynnik zmienności dla odchylenia standardowego (w %)	680,5	273,4
współczynnik zmienności dla odchylenia ćwiartkowego (w %)	320,9	142,8

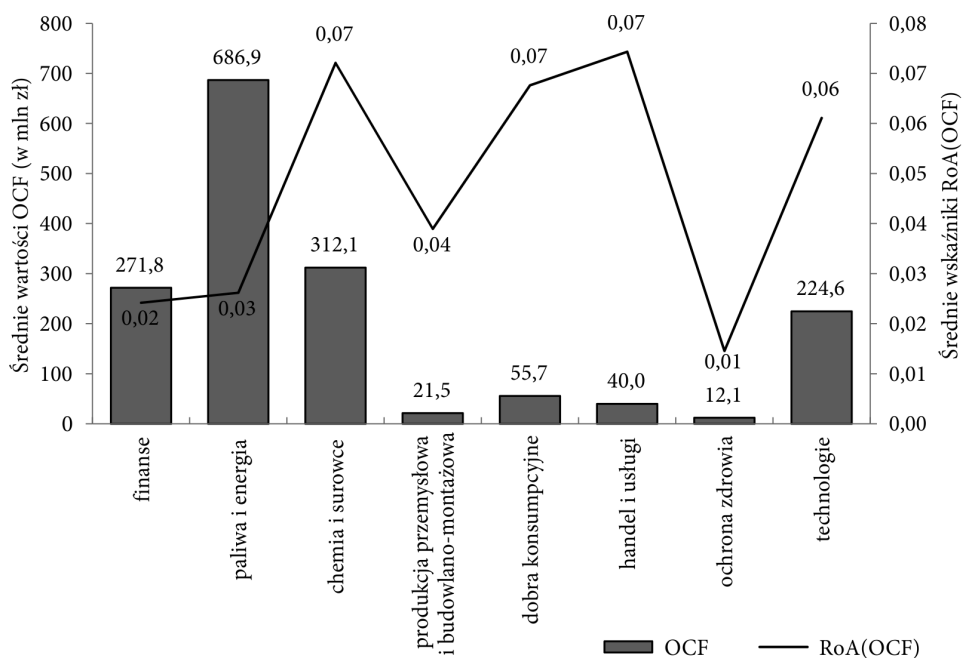
**Źródło:** opracowanie własne.

O znacznym zróżnicowaniu przepływów z działalności operacyjnej świadczą obliczone podstawowe statystyki. Jak wynika z tabeli 7.22 bezwzględne wartości OCF były bardziej zróżnicowane niż współczynniki rentowności RoA(OCF), czego dowodzą m.in. wielkości odchyłeń i współczynników zmienności.

Rozrzut w absolutnych wartościach OCF sięgał ponad 30 mld zł i to głównie za sprawą spółek z sektora finanse<sup>132</sup>, choć najwyższe średnie wartości przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej zanotowano w branży paliwa i energia (zob. rys. 7.10). Skalowanie tych przepływów wielkością aktywów całkowitych uwydatniło trzy inne z najbardziej rentownych sektorów: chemia i surowce, dobra konsumpcyjne oraz handel i usługi. Za najmniej rentowny z punktu widzenia RoA(OCF), jak również generujący najmniej środków pieniężnych z działalności operacyjnej zdecydowanie należy uznać sektor ochrona zdrowia.

Wykazane duże zróżnicowanie wartości operacyjnych przepływów pieniężnych ma niebagatelne znaczenie w analizie przeprowadzanej z wykorzystaniem tego miernika. Szczególnie ważne jest to w analizie ekonomicznej *ex ante*, czyli służącej celom prognostycznym. Na podstawie historycznych wartości tych przepływów inwestorzy tworzą bowiem prognozy i przygotowują scenariusze wspomagające podejmowanie decyzji inwestycyjnych.

<sup>132</sup> Przepływy operacyjne o wartości ponad 8 mld zł zanotowano w dziewięciu wypadkach i to głównie spółek z sektora finansowego – PKOBP w latach 2015–2018, PEKAO w latach 2009 i 2016, MBANK w latach 2015–2016 oraz KGHM w 2011 roku. Najwyższe ujemne wartości OCF (poniżej -5 mld zł) zaobserwowano także w branży finanse (PKOBP w 2009 roku, PEKAO w 2014 roku i BNPPL w 2018 roku).



**Rysunek 7.10.** Kształtowanie się średnich wartości OCF i wskaźników RoA(OCF) w podziale na sektory w latach 2009–2018

**Źródło:** opracowanie własne.

Obliczone współczynniki korelacji między badanymi zmiennymi użytymi w modelach predykcyjnych M1–M6 świadczą o korzystnym i co ważne, statystycznie istotnym charakterze zależności między RoA(NI) i RoA(CI) w danym okresie a przyszłymi rezultatami finansowymi badanych spółek, czyli  $RoA(CI)_{t+1}$ ,  $RoA(NI)_{t+1}$ ,  $RoA(OCF)_{t+1}$  oraz  $\ln MC_{t+1}$  (zob. tab. 7.23). Silnymi związkami charakteryzowały się dwie pierwsze zależności, zaś w odniesieniu do dwóch kolejnych (korelacja wyników finansowych z przyszłymi przepływami pieniężnymi z działalności operacyjnej i przyszłą wartością rynkową) były one znikome. Warto dodać, że w ramach przeprowadzonej analizy korelacji nie odnotowano przewagi wyniku całkowitego nad wynikiem finansowym netto. Mając na uwadze istotne statystycznie współczynniki korelacji dla zmiennych kontrolnych, zaobserwowano tylko jeden przypadek wyraźnej i istotnej statystycznie zależności o korzystnym charakterze, czyli między  $\ln A_t$  a  $\ln MC_{t+1}$ .

Tabela 7.23. Macierz korelacji między badanymi zmiennymi w modelach predykcyjnych M1–M6

Wyszczególnienie	RoA (CI) <sub>t+1</sub>	RoA (NI) <sub>t+1</sub>	RoA (OCF) <sub>t+1</sub>	lnMC <sub>t+1</sub>	RoA (CI) <sub>t</sub>	RoA (NI) <sub>t</sub>	lnA <sub>t</sub>	P/BV <sub>t</sub>	D/E <sub>t</sub>	DY <sub>t</sub>
RoA(CI) <sub>t+1</sub>	1,000	0,987*	0,243*	0,182*	0,352*	0,351*	-0,017	-0,085*	-0,027	0,093*
RoA(NI) <sub>t+1</sub>		1,000	0,247*	0,184*	0,353*	0,352*	-0,013	-0,085*	-0,027	0,093*
RoA(OCF) <sub>t+1</sub>			1,000	0,173*	0,131*	0,138*	0,022	0,057*	-0,002	0,147*
lnMC <sub>t+1</sub>				1,000	0,106*	0,109*	0,849*	0,001	0,055*	0,134*
RoA(CI) <sub>t</sub>					1,000	0,995*	-0,043**	0,025	-0,038	0,097*
RoA(NI) <sub>t</sub>						1,000	-0,039	0,025	-0,039	0,097*
lnA <sub>t</sub>							1,000	-0,028	0,058*	0,047**
P/BV <sub>t</sub>								1,000	0,016	-0,018
D/E <sub>t</sub>									1,000	-0,057*
DY <sub>t</sub>										1,000

\*, \*\* statystyczna istotność na poziomie odpowiednio 0,05 i 0,1

**Źródło:** opracowanie własne.

Poddając analizie regresji przyszłe rezultaty finansowe badanych spółek z wykorzystaniem zmiennych użytych w jednorównaniowych modelach M1–M6, należy przede wszystkim zwrócić uwagę na kierunki oddziaływania zmiennych  $RoA(NI)_t$  i  $RoA(CI)_t$ . Z tego punktu widzenia kierunki owego wpływu okazały się korzystne i co ważne istotne statystycznie na założonym poziomie istotności 0,05 (zob. tab. 7.24). Wyniki finansowe miały jednoznacznie korzystny wpływ na przyszłe zarówno wyniki finansowe, jak i przepływy pieniężne czy wartość rynkową, choć ich siła predykcyjna była zróżnicowana. Najwyższe wartości oszacowanych parametrów odnotowano dla zmiennej objaśnianej  $lnMC_{t+1}$ , (ok. 0,8), zaś najniższe dla  $RoA(OCF)_{t+1}$  (ok. 0,03). Zarówno wynik finansowy netto, jak i wynik całkowity miały zdecydowanie korzystny wpływ na przyszłe rezultaty finansowe spółek, ale nie można jednoznacznie stwierdzić, że któryś z nich cechował się znacznie wyższą siłą predykcyjną.



Tabela 7.24. Wyniki estymacji modeli predykcyjnych M1–M6

Wersja modelu	Zmienna objaśniana	Zmienne objaśniające	Wartości parametrów	Statystyki	p-value	Współczynnik determinacji R <sup>2</sup>
1	2	3	4	5	6	7
M1	RoA(NI) <sub>t+1</sub>	RoA(CI) <sub>t</sub>	0,264*	12,140	0,000	0,40
		lnA <sub>t</sub>	0,000	-0,017	0,986	
		P/BV <sub>t</sub>	-0,001*	-3,812	0,000	
		D/E <sub>t</sub>	0,001	0,056	0,955	
		DY <sub>t</sub>	0,178	1,500	0,134	
		Neg(CI) <sub>t</sub>	-0,048*	-3,468	0,001	
		SECTOR <sub>t</sub>	-0,034*	-2,734	0,006	
M2	RoA(CI) <sub>t+1</sub>	RoA(NI) <sub>t</sub>	0,268*	12,175	0,000	0,37
		lnA <sub>t</sub>	-0,001	-0,203	0,840	
		P/BV <sub>t</sub>	-0,001*	-3,792	0,000	
		D/E <sub>t</sub>	0,001	0,090	0,928	
		DY <sub>t</sub>	0,191	1,592	0,112	
		Neg(NI) <sub>t</sub>	-0,045*	-3,199	0,001	
		SECTOR <sub>t</sub>	-0,033*	-2,619	0,009	
M3	RoA(OCF) <sub>t+1</sub>	RoA(CI) <sub>t</sub>	0,034*	3,278	0,001	0,68
		lnA <sub>t</sub>	0,002	1,777	0,076	
		P/BV <sub>t</sub>	0,000*	2,072	0,038	
		D/E <sub>t</sub>	0,001	0,201	0,841	
		DY <sub>t</sub>	0,238*	4,227	0,000	
		Neg(CI) <sub>t</sub>	-0,015*	-2,245	0,025	
		SECTOR <sub>t</sub>	-0,040*	-6,685	0,000	
M4	RoA(OCF) <sub>t+1</sub>	RoA(NI) <sub>t</sub>	0,036*	3,461	0,001	0,70
		lnA <sub>t</sub>	0,002	1,732	0,084	
		P/BV <sub>t</sub>	0,000*	2,070	0,039	
		D/E <sub>t</sub>	0,001	0,243	0,808	
		DY <sub>t</sub>	0,235*	4,173	0,000	
		Neg(NI) <sub>t</sub>	-0,017*	-2,582	0,010	
		SECTOR <sub>t</sub>	-0,040*	-6,720	0,000	

1	2	3	4	5	6	7
M5	lnMC <sub>t+1</sub>	RoA(CI) <sub>t</sub>	0,802*	7,544	0,000	0,75
		lnA <sub>t</sub>	0,835*	64,106	0,000	
		P/BV <sub>t</sub>	0,054	1,213	0,225	
		D/E <sub>t</sub>	2,513*	4,004	0,000	
		DY <sub>t</sub>	-0,638*	-8,978	0,000	
		Neg(CI) <sub>t</sub>	-0,333*	-5,179	0,000	
		SECTOR <sub>t</sub>	0,802*	7,544	0,000	
M6	lnMC <sub>t+1</sub>	RoA(NI) <sub>t</sub>	0,832*	7,788	0,000	0,75
		lnA <sub>t</sub>	0,836*	64,110	0,000	
		P/BV <sub>t</sub>	0,054	1,204	0,229	
		D/E <sub>t</sub>	2,601*	4,134	0,000	
		DY <sub>t</sub>	-0,601*	-8,356	0,000	
		Neg(NI) <sub>t</sub>	-0,350*	-5,443	0,000	
		SECTOR <sub>t</sub>	0,832*	7,788	0,000	

\* statystyczna istotność na poziomie 0,05

**Źródło:** opracowanie własne.

Oszacowane parametry stojące przy zmiennych kontrolnych świadczą o ich zróżnicowanym i różnokierunkowym wpływie na przyszłe rezultaty finansowe badanych spółek. Uwzględniając jedynie istotne statystycznie oszacowania parametrów, można ogólnie stwierdzić:

- korzystny wpływ wielkości spółki (lnA) na przyszłą wartość rynkową,
- niekorzystny wpływ wskaźnika ceny do wartości księgowej (P/BV) na przyszłe wyniki finansowe (netto i całkowite),
- korzystny wpływ stopy zadłużenia (D/E) na przyszłą wartość rynkową,
- korzystny wpływ stopy dywidendy (DY) na przyszłe operacyjne przepływy pieniężne i niekorzystny wpływ tej zmiennej na przyszłą wartość rynkową.

Warto zauważyć, że we wszystkich sześciu modelach użyte zmienne zero-jedynkowe, odzwierciedlające okresy deficytowe spółek i przynależność branżową, okazały się istotne statystycznie. O ile pierwsza zmienna zawsze miała niekorzystny wpływ na przyszłe rezultaty finansowe spółek, o tyle zmienna SECTOR już nie.

Ostatni etap analizy wartości predykcyjnej wyniku całkowitego w porównaniu z wynikiem finansowym netto obejmował dwa kierunki badawcze:

- ocenę jednoczesnego wpływu NI i OCI na kształtowanie przyszłych wyników finansowych, przepływów pieniężnych oraz wartości rynkowej;

2) ocenę jednoczesnego wpływu NI i komponentów OCI, czyli REV, PENS, FOREX, AFS i HEDGE na przyszłe rezultaty finansowe spółek; przy zastosowaniu analogicznych zmiennych kontrolnych, jakie zostały użyte w modelach predykcyjnych M1–M6. W rezultacie zdefiniowano: trzy modele zdolności predykcyjnej komponentów wyniku całkowitego z ośmioma zmiennymi objaśniającymi (M7–M9), jeden model z siedmioma zmiennymi (M10), trzy z dwunastoma (M11–M13) i jeden z jedenastoma zmiennymi egzogenicznymi (M14) (zob. tab. 7.25).

**Tabela 7.25.** Modele wartości predykcyjnej komponentów wyniku całkowitego

M7	$RoA(CI)_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times RoA(NI)_t + \alpha_2 \times RoA(OCI)_t +$ $+ \alpha_3 \times \ln A_t + \alpha_4 \times P/BV_t + \alpha_5 \times D/E_t + \alpha_6 \times DY_t + \alpha_7 \times Neg(CI)_t +$ $+ \alpha_8 \times SECTOR_t + \mu_t$
M8	$RoA(NI)_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times RoA(NI)_t + \alpha_2 \times RoA(OCI)_t +$ $+ \alpha_3 \times \ln A_t + \alpha_4 \times P/BV_t + \alpha_5 \times D/E_t + \alpha_6 \times DY_t + \alpha_7 \times Neg(CI)_t +$ $+ \alpha_8 \times SECTOR_t + \mu_t$
M9	$RoA(OCF)_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times RoA(NI)_t + \alpha_2 \times RoA(OCI)_t +$ $+ \alpha_3 \times \ln A_t + \alpha_4 \times P/BV_t + \alpha_5 \times D/E_t + \alpha_6 \times DY_t + \alpha_7 \times Neg(CI)_t +$ $+ \alpha_8 \times SECTOR_t + \mu_t$
M10	$\ln MC_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times RoA(NI)_t + \alpha_2 \times RoA(OCI)_t +$ $+ \alpha_3 \times \ln A_t + \alpha_4 \times D/E_t + \alpha_5 \times DY_t + \alpha_6 \times Neg(CI)_t + \alpha_7 \times SECTOR_t + \mu_t$
M11	$RoA(CI)_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times RoA(NI)_t + \alpha_2 \times RoA(REV)_t + \alpha_3 \times RoA(PENS)_t +$ $+ \alpha_4 \times RoA(FOREX)_t + \alpha_5 \times RoA(AFS)_t + \alpha_6 \times RoA(HEDGE)_t +$ $+ \alpha_7 \times \ln A_t + \alpha_8 \times P/BV_t + \alpha_9 \times D/E_t + \alpha_{10} \times DY_t + \alpha_{11} \times Neg(CI)_t +$ $+ \alpha_{12} \times SECTOR_t + \mu_t$
M12	$RoA(NI)_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times RoA(NI)_t + \alpha_2 \times RoA(REV)_t + \alpha_3 \times RoA(PENS)_t +$ $+ \alpha_4 \times RoA(FOREX)_t + \alpha_5 \times RoA(AFS)_t + \alpha_6 \times RoA(HEDGE)_t +$ $+ \alpha_7 \times \ln A_t + \alpha_8 \times P/BV_t + \alpha_9 \times D/E_t + \alpha_{10} \times DY_t + \alpha_{11} \times Neg(CI)_t +$ $+ \alpha_{12} \times SECTOR_t + \mu_t$

M13	$\begin{aligned} RoA(OCF)_{t+1} = & \alpha_0 + \alpha_1 \times RoA(NI)_t + \alpha_2 \times RoA(REV)_t + \alpha_3 \times RoA(PENS)_t + \\ & + \alpha_4 \times RoA(FOREX)_t + \alpha_5 \times RoA(AFS)_t + \alpha_6 \times RoA(HEDGE)_t + \\ & + \alpha_7 \times \ln A_t + \alpha_8 \times P/BV_t + \alpha_9 \times D/E_t + \alpha_{10} \times DY_t + \alpha_{11} \times Neg(CI)_t + \\ & + \alpha_{12} \times SECTOR_t + \mu_t \end{aligned}$
M14	$\begin{aligned} \ln MC_{t+1} = & \alpha_0 + \alpha_1 \times RoA(NI)_t + \alpha_2 \times RoA(REV)_t + \alpha_3 \times RoA(PENS)_t + \\ & + \alpha_4 \times RoA(FOREX)_t + \alpha_5 \times RoA(AFS)_t + \alpha_6 \times RoA(HEDGE)_t + \\ & + \alpha_7 \times \ln A_t + \alpha_8 \times D/E_t + \alpha_9 \times DY_t + \alpha_{10} \times Neg(CI)_t + \alpha_{11} \times SECTOR_t + \mu_t \end{aligned}$

**Źródło:** opracowanie własne.

W ramach przeprowadzonych badań dotyczących korelacji między zmiennymi użytymi w modelach M7–M14 istotną statystycznie i dodatnią zależność zaobserwowano wyłącznie dla wcześniej badanego wyniku finansowego netto, czyli zmiennej RoA(NI). Natomiast ani pozostały wynik całkowity, ani jego komponenty, czyli REV, PENS, FOREX, AFS i HEDGE, nie były dodatnio skorelowane z przyszłymi: wynikami finansowymi, operacyjnymi przepływami pieniężnymi czy też wartością rynkową. Wprowadzcie statystycznie istotne zależności odnotowano między zmiennymi  $RoA(OCF)_{t+1}$  a  $RoA(OCI)_t$  oraz  $RoA(REV)_t$ , a także między  $\ln MC_{t+1}$  a  $RoA(REV)_t$  oraz  $RoA(PENS)_t$ , ale o niekorzystnym kierunku i znikomej sile (zob. tab. 6.30).

Brak siły predykcyjnej OCI i jego składników potwierdziła także analiza regresji z wykorzystaniem ośmiu zaproponowanych wersji modeli. Otrzymane parametry stojące przy zmiennej  $RoA(OCI)_t$  były istotne statystycznie tylko w modelu predykcji przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej (M9). Kierunek wpływu okazał się jednak niekorzystny. Wyniki badań empirycznych odnoszących się do modeli M11–M14 potwierdziły wyłącznie istotny statystycznie wpływ rentowności aktywów całkowitych liczonej na podstawie zmian w nadwyżce z przeszacowania środków trwałych i wartości niematerialnych (REV) na przyszłą rentowność aktywów  $RoA(OCF)$ . W wypadku pozostałych komponentów OCI nie można mówić o jakiegokolwiek zdolności predykcyjnej.

Użyte zmienne kontrolne nie miały jednoznacznego wpływu na przyszłe rezultaty finansowe badanych spółek, o czym świadczą statystyki odnoszące się do oszacowanych parametrów stojących przy zmiennych  $\ln A$ ,  $P/BV$ ,  $D/E$  bądź  $DY$ . Wielkość spółki mierzona wskaźnikiem  $\ln A$  miała korzystny wpływ tylko na przyszłą wartość rynkową (modele M10 i M14), ale już stopa dywidendy  $DY$  przejawiała tę tendencję, oddziałując zarówno na przyszłe wyniki całkowite w modelu M12, jak i przepływy z działalności operacyjnej w modelu M9 oraz wartość rynkową w modelach M10 i M14. W wypadku wskaźnika ceny do wartości księgowej  $P/BV$  odnotowano zarówno ujemne, jak i dodatnie wartości istotnych statystycznie parametrów. Zmienne dychotomiczne  $Neg(CI)$  i  $SECTOR$  miały zdecydowanie niekorzystny wpływ na zmienne zależne.

Tabela 7.26. Macierz korelacji między badanymi zmiennymi w modelach predykcyjnych M7–M14

Wyszczególnienie	ROA(Forex) <sub>t</sub> (CI) <sup>t+1</sup>	ROA(Forex) <sub>t</sub> (NI) <sup>t+1</sup>	ROA(Forex) <sub>t</sub> (OCF) <sup>t+1</sup>	ROA(Forex) <sub>t</sub> (ImC) <sup>t+1</sup>	ROA(Forex) <sub>t</sub> (NI) <sup>t</sup>	ROA(Forex) <sub>t</sub> (OCI) <sup>t</sup>	ROA(Forex) <sub>t</sub> (REV) <sup>t</sup>	ROA(Forex) <sub>t</sub> (PENS) <sup>t</sup>	ROA(Forex) <sub>t</sub>	ROA(Forex) <sub>t</sub> (AFS) <sup>t</sup>	ROA(Forex) <sub>t</sub> (HEDGE) <sup>t</sup>	ROA(Forex) <sub>t</sub> (lnA) <sup>t</sup>	ROA(Forex) <sub>t</sub> (P/BV) <sup>t</sup>	ROA(Forex) <sub>t</sub> (D/E) <sup>t</sup>	ROA(Forex) <sub>t</sub> (DY) <sup>t</sup>
ROA(CI) <sub>t+1</sub>	1,000	0,986*	0,211*	0,120*	0,354*	0,015	-0,003	0,029	-0,009	0,004	0,004	-0,058**	0,090*	-0,026	0,099*
ROA(NI) <sub>t+1</sub>		1,000	0,216*	0,122*	0,357*	0,025	-0,033	0,028	-0,006	0,007	0,009	-0,054**	0,091*	-0,029	0,098*
ROA(OCF) <sub>t+1</sub>			1,000	0,124*	0,125*	-0,083*	-0,116*	-0,029	0,000	0,001	-0,001	-0,025	0,110*	-0,050	0,180*
lnMC <sub>t+1</sub>				1,000	0,026	-0,052	-0,108*	-0,085*	0,000	0,045	-0,005	0,874*	0,019	0,028	0,210*
ROA(NI) <sub>t</sub>					1,000	-0,034	-0,037	-0,007	-0,004	-0,004	0,023	-0,101*	0,140*	-0,062**	0,058**
ROA(OCI) <sub>t</sub>						1,000	0,438*	0,043	0,048	0,111*	0,099*	-0,061**	-0,015	0,004	0,009
ROA(REV) <sub>t</sub>							1,000	0,007	0,002	-0,003	0,000	-0,110*	-0,018	0,046	-0,067*
ROA(PENS) <sub>t</sub>								1,000	-0,006	-0,035	0,058**	-0,098*	0,012	-0,008	-0,044
ROA(Forex) <sub>t</sub>									1,000	0,001	-0,020	-0,014	0,004	0,006	-0,012
ROA(AFS) <sub>t</sub>										1,000	0,024	0,051	0,004	-0,016	-0,029
ROA(HEDGE) <sub>t</sub>											1,000	-0,011	0,000	-0,019	0,046
lnA <sub>t</sub>												1,000	-0,072	0,019	0,086
P/BV <sub>t</sub>													1,000	0,069	0,008
D/E <sub>t</sub>														1,000	-0,068
DY <sub>t</sub>															1,000

\*, \*\* statystyczna istotność na poziomie odpowiednio 0,05 i 0,1

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 7.27. Wyniki estymacji modeli predykcyjnych M7–M10

Wersja modelu	Zmienna objaśniana	Zmienne objaśniające	Wartości parametrów	Statystyka	p-value	Współczynnik determinacji R <sup>2</sup>
M7	RoA(CI) <sub>t+1</sub>	RoA(NI) <sub>t</sub>	0,248*	9,383	0,000	0,39
		RoA(OCI) <sub>t</sub>	0,022	0,099	0,921	
		lnA <sub>t</sub>	-0,003	-0,796	0,426	
		P/BV <sub>t</sub>	0,002	1,327	0,185	
		D/E <sub>t</sub>	0,007	0,471	0,638	
		DY <sub>t</sub>	0,333	1,407	0,160	
		Neg(CI) <sub>t</sub>	-0,082*	-4,037	0,000	
SECTOR <sub>t</sub>	-0,027	-1,482	0,139			
M8	RoA(NI) <sub>t+1</sub>	RoA(NI) <sub>t</sub>	0,249*	9,479	0,000	0,44
		RoA(OCI) <sub>t</sub>	0,089	0,400	0,690	
		lnA <sub>t</sub>	-0,002	-0,583	0,560	
		P/BV <sub>t</sub>	0,002	1,352	0,177	
		D/E <sub>t</sub>	0,006	0,392	0,695	
		DY <sub>t</sub>	0,297	1,266	0,206	
		Neg(CI) <sub>t</sub>	-0,084*	-4,174	0,000	
SECTOR <sub>t</sub>	-0,032	-1,806	0,071			
M9	RoA(OCF) <sub>t+1</sub>	RoA(CI) <sub>t</sub>	0,023*	2,103	0,036	0,65
		RoA(OCI) <sub>t</sub>	-0,264*	-2,844	0,005	
		lnA <sub>t</sub>	0,001	0,434	0,664	
		P/BV <sub>t</sub>	0,002*	2,830	0,005	
		D/E <sub>t</sub>	-0,011	-1,646	0,100	
		DY <sub>t</sub>	0,395*	4,036	0,000	
		Neg(CI) <sub>t</sub>	-0,017*	-1,975	0,049	
SECTOR <sub>t</sub>	-0,040*	-5,339	0,000			
M10	lnMC <sub>t+1</sub>	RoA(NI) <sub>t</sub>	0,579*	5,321	0,000	0,80
		RoA(OCI) <sub>t</sub>	-0,818	-0,861	0,389	
		lnA <sub>t</sub>	0,838*	56,894	0,000	
		D/E <sub>t</sub>	0,020	0,363	0,717	
		DY <sub>t</sub>	5,813*	5,688	0,000	
		Neg(CI) <sub>t</sub>	-0,622*	-7,215	0,000	
		SECTOR <sub>t</sub>	-0,449*	-5,878	0,000	

\* statystyczna istotność na poziomie 0,05

Źródło: opracowanie własne.

Rezultaty przeprowadzonych badań empirycznych dotyczących wartości predykcyjnej wyniku całkowitego w głównej mierze prowadzą do jednoznacznych wniosków, że wynik całkowity i wynik finansowy netto spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych cechuje zdolność prognostyczna, choć w większym stopniu widoczna w kontekście przyszłej wartości rynkowej bądź przyszłych wyników finansowych niż przeszłych przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej. Na podstawie analizy korelacji, jak i estymowanych kilkunastu jednorównaniowych modeli, można wskazać, że pozostały wynik całkowity, stanowiący odchylenie między wynikiem całkowitym a wynikiem finansowym netto, nie miał wartości predykcyjnej, a niekiedy wręcz niekorzystnie wpływał na przyszłe rezultaty finansowe spółek. Analiza wartości predykcyjnej poszczególnych komponentów pozostałego wyniku całkowitego doprowadziła do podobnych wniosków. Wynik całkowity, w zestawieniu z wynikiem finansowym netto, nie ma zatem większej zdolności predykcyjnej w zakresie przyszłych rezultatów finansowych w ujęciu memoriałowym i kasowym oraz odniesieniu do przyszłej wartości rynkowej spółek giełdowych, co zakładała hipoteza  $H_6$ .

Wśród istotnych zmiennych jednoznacznie korzystnie wpływających na przyszłe mierniki finansowe spółek giełdowych znalazły się wielkość badanych spółek mierzona wartością aktywów całkowitych i stopa zadłużenia liczona jako relacja zobowiązań do kapitału własnego. Pozostałe zmienne, mimo potwierdzonej istotności statystycznej, miały zarówno korzystny, jak i niekorzystny wpływ na przyszłe wyniki finansowe, przepływy pieniężne z działalności operacyjnej bądź przyszłą wartość rynkową, w zależności od zastosowanej wersji modelu.

**Tabela 7.28.** Wyniki estymacji modeli predykcyjnych M11–M14

Wersja modelu	Zmienna objaśniana	Zmienne objaśniające	Wartości parametrów	Statystyka	<i>p-value</i>	Współczynnik determinacji $R^2$
1	2	3	4	5	6	7
M11	RoA(CI) <sub>t+1</sub>	RoA(NI) <sub>t</sub>	0,266*	12,117	0,000	0,36
		RoA(REV) <sub>t</sub>	0,164	0,453	0,650	
		RoA(PENS) <sub>t</sub>	0,001	1,239	0,216	
		RoA(FOREX) <sub>t</sub>	-0,001	-0,341	0,733	
		RoA(AFS) <sub>t</sub>	0,000	0,232	0,817	
		RoA(HEDGE) <sub>t</sub>	0,000	-0,544	0,587	
		lnA <sub>t</sub>	0,000	-0,174	0,862	
		P/BV <sub>t</sub>	-0,001*	-3,798	0,000	
		D/E <sub>t</sub>	0,001	0,101	0,919	
		DY <sub>t</sub>	0,186	1,549	0,122	
		Neg(CI) <sub>t</sub>	-0,050*	-3,537	0,000	
		SECTOR <sub>t</sub>	-0,032*	-2,519	0,012	

1	2	3	4	5	6	7
M12	RoA(NI) <sub>t+1</sub>	RoA(NI) <sub>t</sub>	0,263*	12,078	0,000	0,38
		RoA(REV) <sub>t</sub>	-0,215	-0,598	0,550	
		RoA(PENS) <sub>t</sub>	0,001	1,227	0,220	
		RoA(FOREX) <sub>t</sub>	0,000	-0,239	0,811	
		RoA(AFS) <sub>t</sub>	0,000	0,325	0,745	
		RoA(HEDGE) <sub>t</sub>	0,000	-0,359	0,720	
		lnA <sub>t</sub>	0,000	-0,081	0,935	
		P/BV <sub>t</sub>	-0,001*	-3,827	0,000	
		D/E <sub>t</sub>	0,001	0,110	0,912	
		DY <sub>t</sub>	0,177	1,483	0,138	
		Neg(CI) <sub>t</sub>	-0,051*	-3,652	0,000	
		SECTOR <sub>t</sub>	-0,034*	-2,672	0,008	
M13	RoA(OCF) <sub>t+1</sub>	RoA(CI) <sub>t</sub>	0,036*	3,481	0,001	0,70
		RoA(REV) <sub>t</sub>	-0,488*	-2,872	0,004	
		RoA(PENS) <sub>t</sub>	0,000	-0,462	0,644	
		RoA(FOREX) <sub>t</sub>	0,000	-0,240	0,811	
		RoA(AFS) <sub>t</sub>	0,000	0,147	0,883	
		RoA(HEDGE) <sub>t</sub>	0,000	-0,415	0,679	
		lnA <sub>t</sub>	0,002	1,299	0,194	
		P/BV <sub>t</sub>	0,000*	2,038	0,042	
		D/E <sub>t</sub>	0,002	0,322	0,747	
		DY <sub>t</sub>	0,232*	4,109	0,000	
		Neg(CI) <sub>t</sub>	-0,016*	-2,380	0,017	
		SECTOR <sub>t</sub>	-0,038*	-6,344	0,000	
M14	lnMC <sub>t+1</sub>	RoA(NI) <sub>t</sub>	0,845*	8,228	0,000	0,77
		RoA(REV) <sub>t</sub>	-0,018	-0,010	0,992	
		RoA(PENS) <sub>t</sub>	0,002	0,755	0,451	
		RoA(FOREX) <sub>t</sub>	0,006	0,688	0,492	
		RoA(AFS) <sub>t</sub>	0,000	-0,141	0,888	
		RoA(HEDGE) <sub>t</sub>	0,000	-0,629	0,530	
		lnA <sub>t</sub>	0,864*	66,431	0,000	
		D/E <sub>t</sub>	0,045	1,039	0,299	
		DY <sub>t</sub>	2,662*	4,381	0,000	
		Neg(CI) <sub>t</sub>	-0,581*	-8,436	0,000	
		SECTOR <sub>t</sub>	-0,404*	-6,428	0,000	

\* statystyczna istotność na poziomie 0,05

Źródło: opracowanie własne.



Mając na uwadze rezultaty badań zaprezentowane w punkcie 7.4.3, gdzie wykazano korzystny i istotny wpływ wielkości spółek na ich wartość rynkową, zaskakujące jest to, że wielkość ta nie była kluczową determinantą przyszłych wyników finansowych, zarówno w ujęciu memoriałowym (zysków), jak i kasowym (przepływów pieniężnych). Oszacowany parametr dla zmiennej  $\ln A$  w modelu przyszłych wyników całkowitych (M2) był wprawdzie nieistotny statystycznie, ale jednak ujemny.

Przychylnie odbieranym rezultatem badań jest natomiast istotny statystycznie wpływ wielkości przedsiębiorstwa i stopy zadłużenia na przyszłą wartość rynkową, która powinna znaleźć się w centrum uwagi inwestorów podejmujących decyzje na rynku kapitałowym. Podmioty rynku kapitałowego muszą rozważyć podchodzić do oceny oddziaływania stopy dywidendy na przyszłe rezultaty finansowe spółek. Z przeprowadzonych analiz wynika bowiem, że stopa dywidendy korzystnie oddziaływała na przyszłe operacyjne przepływy pieniężne, ale była niekorzystnie powiązana z przyszłą wartością rynkową. Zdolności predykcyjnej nie miały także często stosowane w analizach ekonomicznych wskaźniki P/BV.

Ważnym wnioskiem jest niekorzystne, i co ważne istotne statystycznie, oddziaływanie zmiennej odzwierciedlającej problem czasowej asymetrii między okresami korzystnymi dla spółki (zysków) i niekorzystnymi (straty). Sytuacja ta nakazuje uznać okresy deficytowe lub rentowne za ważną determinantę nie tylko bieżącej kondycji finansowej spółek giełdowych, ale przede wszystkim przyszłych rezultatów finansowych i mierników rynkowych.

Za interesującą determinantę prognozowanych rezultatów spółek należy uznać jednocześnie ich przynależność sektorową. Niemalże we wszystkich wersjach modelu zmienna kontrolna, przyjmująca wartość jeden dla spółek z sektora finansów i zero dla innych branż, charakteryzowała się niekorzystnym wpływem na przyszłe wyniki finansowe, przepływy pieniężne bądź wartość rynkową. Potwierdza to zatem zasadność nie tylko międzysektorowych badań dotyczących wyniku całkowitego, ale także uznania branży finansów za odmienną od innych sektorów, o czym była mowa w poprzednich częściach pracy.

Podsumowując przeprowadzone badania i analizy, należy stwierdzić, że wynik całkowity oraz wynik finansowy netto cechuje zdolność predykcyjna zarówno w kontekście przewidywania wyników finansowych, przepływów pieniężnych, jak też wartości spółki na rynku. Mimo że nie da się jednoznacznie ustalić przewagi jednej z tych kategorii nad drugą, można mówić o ich użyteczności dla rynku kapitałowego w Polsce jako podstawy przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych i prognozowaniu przyszłych korzyści kapitałowych oraz dywidendowych dla inwestorów. Analogiczny wniosek nie jest jednak prawdziwy w stosunku do pozostałego wyniku całkowitego i jego składników. Być może dane o tego typu transakcjach nie dostarczają dostatecznej liczby informacji, by służyły one odbiorcom sprawozdań finansowych do podejmowania decyzji, zwłaszcza w zakresie przyszłych rezultatów finansowych.

# Zakończenie

Literatura przedmiotu zawiera liczne kontrowersje dotyczące teoretycznych i praktycznych aspektów przewagi poszczególnych miar ekonomicznych bądź finansowych służących podejmowaniu decyzji inwestycyjnych na rynku kapitałowym. Za uzasadnione należy uznać zatem podjęcie badań nad jakością i użytecznością wyniku całkowitego jako względnie nowej miary obowiązkowo prezentowanej w raportach finansowych spółek giełdowych w Polsce począwszy od 2009 roku. Obowiązujące aktualnie regulacje w zakresie sprawozdawczości finansowej na całym świecie, nie tylko w krajach Unii Europejskiej, uwzględniają szeroko rozpowszechnioną przez Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej koncepcję zysku całkowitego. Według tego podejścia zysk utożsamiany jest z korzystną zmianą po stronie kapitału własnego, a nie jak wcześniej postrzegany wyłącznie jako nadwyżka przychodów nad kosztami. Mając to na uwadze, warto zauważyć, że wynik całkowity, w przeciwieństwie do „tradycyjnego” wyniku finansowego netto, może być korzystnie odbierany przez użytkowników sprawozdań finansowych nie tylko z punktu widzenia miary efektywności ekonomicznej spółki akcyjnej, ale także miary dochodu, wartości czy bogactwa akcjonariuszy inwestujących swój kapitał w oczekiwaniu określonej stopy zwrotu.

Wynik całkowity, określane w literaturze także mianem dochodu (zysku) całościowego, całkowitego bądź globalnego, obejmuje wszelkie zmiany kapitału własnego (aktywów netto) jednostki w danym okresie sprawozdawczym zaistniałe wskutek transakcji gospodarczych i innych zdarzeń zachodzących w relacjach z podmiotami bądź osobami niebędącymi właścicielami, np. dotyczących wypłaty dywidend, nowej emisji kapitału, wniesienia dopłat do kapitału własnego itp. W tym ujęciu zysk powstaje wówczas, gdy wartość kapitału własnego na koniec okresu obrachunkowego jest wyższa niż na początek tego okresu. Podejście to ma źródło przede wszystkim w zmianach związanych z teoretycznym pojmowaniem kapitału i zysku, które zaprezentowano w dwóch pierwszych rozdziałach pracy. Zgodnie z koncepcją zysku całkowitego kapitał utożsamiany jest bowiem z bogactwem jego właścicieli, a wynik całkowity jest odzwierciedleniem wzrostu (zysk) lub spadku (strata) kapitału.

Zakresowo wynik całkowity jest znacznie szerszy niż wynik finansowy netto, obejmuje bowiem szereg zmian po stronie kapitału własnego, które przykładowo

mogą być rezultatem zabezpieczania przepływów pieniężnych z transakcji bądź zbycia jednostki działającej za granicą, a także przeszacowania składników aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży. W konsekwencji oznacza potencjalnie lepszą informacyjnie i użyteczniejszą decyzyjnie kategorię ekonomiczną, obejmującą nie tylko szerszy obszar problemowy niż wynik finansowy netto, ale zawierającą ważne determinanty efektywności ekonomicznej, wartości rynkowej i kreacji przyszłych rezultatów finansowych spółek pomijane w „tradycyjnym” wyniku netto.

Celem pracy było dokonanie oceny jakości informacyjnej i użyteczności decyzyjnej wyniku całkowitego w porównaniu z wynikiem finansowym netto spółek akcyjnych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Cel ten zrealizowano za pomocą obszernych badań literaturowych i wieloaspektowych badań empirycznych z wykorzystaniem odpowiednio dobranych metod ilościowych oraz jakościowych. Monografia ta wypełnia istniejącą lukę w badaniach dotyczących oceny jakości i użyteczności wyniku całkowitego dla podmiotów rynku kapitałowego. Jest na rynku polskim ważnym opracowaniem, które kompleksowo traktuje problematykę wyniku całkowitego jako kategorii ekonomicznej, również w kontekście międzynarodowym.

Analizę ilościową, przy wykorzystaniu zróżnicowanych metod i własnych koncepcji analitycznych, przeprowadzono na podstawie pozyskanych osobiście raportów finansowych spółek notowanych na GPW, a także wskaźników rynku kapitałowego dostępnych m.in. w bazie danych Thomson Reuters. W badaniach empirycznych zastosowano szereg istniejących i nowych rozwiązań metodologicznych. Dotyczyły one w szczególności ujęć związanych z badaniem trwałości wyników finansowych, oceną ich wpływu na wartość rynkową, jak również analizą zdolności predykcyjnej.

Pionierskie badania jakościowe zrealizowane za pomocą kwestionariusza ankiety objęły trzy grupy respondentów: inwestorów indywidualnych, inwestorów instytucjonalnych i analityków giełdowych. W rezultacie uzyskano opinie szerokiego grona beneficjentów sprawozdań finansowych na temat użyteczności wyniku całkowitego w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Otrzymane wyniki stanowią zatem liczącą się wkład w badania naukowe przeprowadzone na rynku kapitałowym w Polsce.

Ważną częścią pracy było przedstawienie (w dwóch pierwszych rozdziałach) najważniejszych badań oraz związanych z nimi teorii ekonomii i finansów dotyczących m.in. kapitału, zysku oraz koncepcji pomiaru wyników finansowych. W kolejnych rozdziałach poruszono teoretyczne kwestie dotyczące w szczególności jakości informacyjnej sprawozdań i wyników finansowych, a także efektywności ekonomicznej czy wartości przedsiębiorstw. W odniesieniu do omawianej problematyki nader ważne było zidentyfikowanie prezentowanych w zagranicznej literaturze przedmiotu poglądów i dowodów empirycznych, koncentrujących się na porównawczej analizie istotności oraz użyteczności wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto dla podmiotów rynku kapitałowego. Rezultaty tych badań stanowiły nie tylko podstawę do krytycznej dyskusji naukowej poświęconej osiągnięciom autorów zagranicznych,

ale przede wszystkim ważne tło dla autorskich badań empirycznych przeprowadzonych na polskim rynku kapitałowym. Obszerne wnioski z badań literaturowych posłużyły do objaśnienia uzyskanych rezultatów badań ilościowych i jakościowych. Nie bez znaczenia było również przedstawienie i przeanalizowanie metodologii pomiaru jakości oraz użyteczności wyników finansowych, w tym różnych metod i modeli szacowania efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw oraz determinant ich rentowności, trwałości wyników finansowych, a także badania ich wpływu na wartość rynkową czy oceny zdolności predykcyjnej.

W pracy postawiono sześć hipotez badawczych weryfikowanych na próbie 349 spółek giełdowych notowanych na GPW. Okres badawczy objął lata 2009–2018. Zgodnie z przyjętą na Giełdzie Papierów Wartościowych nomenklaturą badane spółki reprezentowały osiem sektorów: finanse, paliwa i energia, chemia i surowce, produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa, dobra konsumpcyjne, handel i usługi, ochrona zdrowia oraz technologie.

Na podstawie wyników badań empirycznych można stwierdzić, że pierwsza z postawionych hipotez badawczych  $H_1$  – stwierdzająca, że w praktyce sprawozdawczej spółek giełdowych w Polsce występuje rozbieżność w zakresie formy i prezentacji wyniku całkowitego, co obniża jakość informacyjną tej kategorii ekonomicznej – została weryfikowana pomyślnie. Z racji znacznej elastyczności w sporządzaniu sprawozdań z wyniku całkowitego wykazano, że w spółkach publicznych w Polsce występują zasadnicze różnice nie tylko w sposobie prezentacji czy nomenklaturze sprawozdania z wyniku całkowitego, lecz w głównej mierze w formie i strukturze raportowania pozostałego wyniku całkowitego oraz nazewnictwie jego komponentów. Sytuacja ta nastęrcza użytkownikom sprawozdań finansowych problemów związanych z porównywaniem wyników finansowych, dezawuuje jasność i przejrzystość przekazywanych informacji oraz obniża jakość informacyjną wyniku całkowitego. Prezentacja wyniku całkowitego powinna mieć za cel dostarczenie transparentnych i wiarygodnych danych umożliwiających szerokiemu gronu odbiorców podejmowanie odpowiednich krótko- i długoterminowych decyzji. Jak wykazano, w szczególności prezentacja pozostałego wyniku całkowitego wprowadza chaos informacyjny.

Wyniki badań empirycznych tylko częściowo potwierdziły postawioną hipotezę badawczą  $H_2$  mówiącą, że wartości wyniku całkowitego w sprawozdaniach finansowych spółek giełdowych w Polsce cechują się większą zmiennością niż wartości wyniku finansowego netto, co ogranicza użyteczność tego miernika dla podmiotów rynku kapitałowego. Przeprowadzona ocena zróżnicowania wartości wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto w tych spośród spółek, które wykazywały którekolwiek ze składników pozostałego wyniku całkowitego, ujawniła zbliżone wartości miar położenia oraz dyspersji. Odnotowano jednak nieznacznie większe zróżnicowanie wartości wyniku całkowitego względem wyniku finansowego netto. Na polskim rynku kapitałowym nie można zatem uznać za słuszne argumentów podnoszonych przez wielu autorów zagranicznych, że większa zmienność wyniku

całkowitego ogranicza użyteczność tej kategorii ekonomicznej dla podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Niepomyślnie zweryfikowano hipotezę  $H_3$  głoszącą, że wynik całkowity, w porównaniu z wynikiem finansowym netto, nie stanowi dla beneficjentów sprawozdań finansowych w Polsce istotnej informacyjnie i użytecznej dla podejmowania decyzji inwestycyjnych miary. Uzyskane w badaniach ankietowych rezultaty, koncentrujące się wokół profilu i preferencji inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych, a także analityków giełdowych w zakresie wykorzystywania zawartych w sprawozdaniach finansowych informacji dla potrzeb podejmowania decyzji inwestycyjnych, ze szczególnym uwzględnieniem kategorii wyniku całkowitego, potwierdziły względnie wysokie kompetencje sprawozdawcze 250 respondentów. Użytkownicy sprawozdań deklarowali, że w swoich decyzjach inwestycyjnych uwzględniają fundamentalne czynniki związane z analizą sytuacji ekonomiczno-finansowej spółek akcyjnych i korzystają również z raportów finansowych. Zaskakujący jest fakt deklarowania przez badanych wysokiej oceny stanu wiedzy i doświadczenia w zakresie analizy sprawozdań sporządzanych według MSSF. Za zadziwiające należy uznać także prezentowane poglądy, że kategoria wyniku całkowitego i jego komponenty uznawane są za wyjątkowo ważne źródła informacji i stanowią podstawę podejmowania decyzji inwestycyjnych. Jak dotąd rzadko spotykane, nawet w podręcznikach akademickich, było praktyczne implementowanie wyniku całkowitego do wskaźników analizy ekonomicznej. Można z tego wnioskować, że zarówno inwestorzy, jak i analitycy giełdowi wyrażali tego rodzaju opinie wyłącznie na poziomie deklaratywnym. Wyniki te stoją jednak w sprzeczności z licznymi argumentami krytycznymi prezentowanymi w zagranicznej literaturze przedmiotu, zazwyczaj traktującymi wynik całkowity jako kategorię ekonomicznie nieużyteczną i nieistotną dla podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Rezultaty badań tylko częściowo potwierdziły postawioną hipotezę badawczą  $H_4$ , zgodnie z którą wartość pozostałego wyniku całkowitego, będąca różnicą między wartością wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto, nie wpływa w istotny sposób na rentowność spółek giełdowych w Polsce. Jak wynika z przeprowadzonych analiz, wśród jednostek notowanych na GPW ważny statystycznie rozrzut między rentownością spółek liczoną z wykorzystaniem wyniku całkowitego a szacowaną przy użyciu wyniku finansowego netto należy uznać za ważną determinantę efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa. Analiza korelacji z jednej strony ujawniła ważne związki o korzystnym charakterze między kategorią pozostałego wyniku całkowitego a rentownością spółek. Z drugiej zaś obserwacja niewielkich co do skali odchyłeń między uzyskanymi statystykami dla wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto nie dała podstaw do uznania przewagi którejś z kategorii nad drugą. Wyniki analiz potwierdziły tylko częściowo, że zmienność miar efektywności ekonomicznej liczonej na podstawie wyniku całkowitego jest większa od zmienności miar szacowanych przy wykorzystaniu wyniku netto.

Warto podkreślić, że wyniki uzyskane na podstawie badań empirycznych przeprowadzonych na polskim rynku kapitałowym nie są w pełni zbieżne z omówionymi w rozdziałach teoretycznych założeniami. W ramach koncepcji zysku operacyjnego za punkt wyjścia w definiowaniu i pomiarze wyników finansowych przyjmuje się rezultat ukierunkowanych na maksymalizację zysku operacyjnego w danym okresie decyzji zarządu. W tym wymiarze wynik finansowy netto traktowany jest jako miara efektywności zarządzania dotycząca podstawowej działalności przedsiębiorstwa. Z reguły cechuje się on ciągłością i powtarzalnością. Wynik całkowity reprezentuje zaś całkowity wzrost (lub spadek) bogactwa właścicieli, wyrażając dla nich wartość, jaka w danym okresie została wygenerowana lub utracona. Uwzględnia szereg zmian wartości kapitału własnego, będących wynikiem uwarunkowań zewnętrznych, makroekonomicznych, pozostających w większości poza wpływem zarządu. W rezultacie wynik finansowy netto z zasady powinien stanowić mniej zróżnicowany i lepszy miernik efektywności ekonomicznej niż wynik całkowity.

W badaniach empirycznych przeprowadzonych na polskim rynku kapitałowym nie odnotowano jednoznacznie wyższej użyteczności wyniku całkowitego względem wyniku finansowego netto w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Zarówno hipoteza badawcza  $H_5$ , jak i  $H_6$  zostały sfalsyfikowane. Wynik całkowity, w porównaniu z wynikiem finansowym netto, nie był bowiem bardziej związany z wartością rynkową, ani nie miał większej zdolności predykcyjnej w zakresie przyszłych rezultatów finansowych w ujęciu memoriałowym i kasowym oraz w odniesieniu do przyszłej wartości rynkowej badanych spółek. Analiza wykonana z wykorzystaniem metod statystycznych i ekonometrycznych po pierwsze nie dowiodła istnienia zasadniczych rozbieżności między trwałością obu analizowanych wyników finansowych. Po drugie badanie ich związków z wartością rynkową nie wykazało przewagi wyniku całkowitego nad wynikiem finansowym netto, a wprost przeciwnie. Przeprowadzona analiza regresji nie dała również podstaw do stwierdzenia, że wynik całkowity ma wyższą zdolność predykcyjną niż wynik finansowy netto, zarówno z uwzględnieniem przyszłych wyników finansowych, przepływów pieniężnych, jak i przyszłej wartości rynkowej.

Z teoretycznego punktu widzenia wynik całkowity powinien być użyteczniejszą decyzyjnie kategorią ekonomiczną, która z założenia częściej niż zysk netto powinna być wykorzystywana do podejmowania decyzji inwestycyjnych na rynku kapitałowym i odzwierciedlać źródła tworzenia wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Prezentuje bowiem wszelkie zmiany po stronie pochodzącego głównie od właścicieli kapitału własnego. Taką też intencją kierowano się przy implementacji tej kategorii do sprawozdawczości finansowej spółek w wielu krajach. Wymusiła ona potrzebę analizowania zysków i strat przedsiębiorstwa uzyskiwanych w rezultacie wszystkich operacji, bez względu na miejsce ich ujmowania w sprawozdawczości finansowej.

Na podstawie rezultatów przeprowadzonych badań nie można natomiast stwierdzić, że wynik całkowity jest kategorią nieistotną dla rynku kapitałowego. Podobnie

jak wynik netto wykazywał bowiem korzystny i istotny statystycznie wpływ na wartość rynkową oraz przyszłe rezultaty finansowe spółek. Uzyskane dane potwierdzają zatem prezentowane przez inwestorów i analityków giełdowych opinie, że kategoria ta cechuje się wysoką jakością informacyjną oraz użytecznością w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Reasumując, pomimo uznania przez respondentów wyniku całkowitego za przydatny informacyjne i ważny decyzyjnie wyznacznik kierunków podejmowanych inwestycji, wyeksponowane w monografii niedostatki wyniku całkowitego stawiają pod znakiem zapytania jego praktyczne zastosowanie w analizie ekonomicznej w porównaniu z wynikiem finansowym netto. Dotyczą one w szczególności, co ważne, nie tylko niejednorodności formy i struktury prezentacji wyniku całkowitego, ale przede wszystkim jego mniejszej użyteczności dla podmiotów rynku kapitałowego w zakresie tworzenia wartości rynkowej i zdolności prognostycznej spółek. Można pokusić się o stwierdzenie, że niejednorodność formy i struktury prezentacji wyniku całkowitego oraz różnorodność nomenklatury są rzeczą naturalną, związaną z prawnie dozwoloną większą elastycznością sprawozdań sporządzanych według Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej w porównaniu z krajowymi regulacjami (ustawa o rachunkowości). Także mniejsza trwałość wyniku całkowitego względem wyniku finansowego, podobnie jak wartość rynkowa, mają źródło w czynnikach zewnętrznych, zazwyczaj makroekonomicznych, będących poza kontrolą menedżerów jednostki.

Należy podkreślić, że niejednoznaczne rezultaty badań nie są przypadkiem odosobnionym, gdyż podobne wyniki uzyskiwali w odniesieniu do rynków zagranicznych inni badacze. Z ekonomiczno-finansowego punktu widzenia można zatem podać w wątpliwość lub wręcz zanegować zasadność obligatoryjnej implementacji wyniku całkowitego do sprawozdań finansowych. Od samego początku, gdy włączono go wraz z komponentami do MSSF, jego praktyczne zastosowanie było kwestią sporną nie tylko dla nauk z obszaru rachunkowości, ale również ekonomii i finansów.

Zdaniem autora wynik całkowity stanowi i w przyszłości powinien stanowić ważną kategorię finansową nie tylko dla rozważań teoretycznych, ale przede wszystkim w odniesieniu do praktycznego wykorzystania go w analizie ekonomicznej, a szerzej – fundamentalnej. Analiza fundamentalna spółek obejmuje bowiem nie tylko tzw. klasyczną analizę finansową i wycenę spółki, w której używa się szeregu wskaźników ekonomicznych, finansowych i rynkowych, tworzonych najczęściej na podstawie wyniku finansowego netto, ale również analiz: makrootoczenia, sektorowej i potencjału konkurencyjnego przedsiębiorstwa. W ramach tych szerzej postrzeganych prac badawczych można właśnie wyodrębnić elementy pozostałego wyniku całkowitego w większym stopniu zewnętrzne, rynkowe, makroekonomiczne lub sektorowe. Uzyskane przez autora wyniki badań empirycznych dotyczących spółek notowanych na GPW wskazują, że elementy te, analizowane łącznie z wynikiem finansowym netto (czyli jako wynik całkowity), stanowią ważną determinantę efektywności ekonomicznej i wartości rynkowej. Nie należy zatem dyskredytować tej kategorii

w obliczu dzisiejszego wysoce niestabilnego otoczenia społeczno-gospodarczego. Nieprecyzyjne, zmienne i nietrwale w czasie komponenty pozostałego wyniku całkowitego nie powinny pozostawać poza obszarem zainteresowania użytkowników sprawozdań finansowych, w szczególności ponoszących największe ryzyko inwestycyjne inwestorów. Ich ocenę należy skoncentrować nie tylko na kondycji ekonomiczno-finansowej spółki czy jej pozycji na rynku, ale także możliwości jej rozwoju. Inaczej mówiąc, celem wnikliwej analizy ekonomicznej powinno stać się określenie solidności fundamentów i atrakcyjności spółki, gdyż jej korzystna ocena wiąże się ze wzrostem tak wartości rynkowej, jak i zainteresowania obecnych bądź potencjalnych inwestorów.





# Literatura

- Abouody D., Barth M., Kasznik R., *Revaluations of Fixed Assets and Future Firm Performance: Evidence from the UK*, „Journal of Accounting and Economics” 1999, vol. 26, no. 1–3, s. 149–178.
- Adamczyk J., Nitkiewicz T., *Programowanie zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007.
- Adamska A., Urbanek P., *Fundusze inwestycyjne w nadzorze korporacyjnym w polskich spółkach publicznych*, „Gospodarka Narodowa” 2014, R. 25, nr 2, s. 81–102.
- Ahn T.S., Choi W.S., *The Incremental Information Content of Other Comprehensive Income*, „Korean Accounting Review” 2002, vol. 27, no. 1, s. 81–107.
- Alali F.A., Foote P.S., *The Value Relevance of International Financial Reporting Standards: Empirical Evidence in an Emerging Market*, „The International Journal of Accounting” 2012, vol. 47, no. 1, s. 85–108.
- Ali A., Hwang L.S., *Country-specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data*, „Journal of Accounting Research” 2000, vol. 38, no. 1, s. 1–21.
- Amir E., Guan Y., Oswald D., *The Effect of Pension Accounting on Corporate Pension Asset Allocation*, „Review of Accounting Studies” 2010, vol. 15, no. 2, s. 345–366.
- Andersen P., Petersen N.C., *A Procedure for Ranking Efficient Units in Data Envelopment Analysis*, „Management Science” 1993, vol. 39, no. 10, s. 1261–1264.
- Andrzejewski M., *Rachunkowość a ujawnienie informacji przez spółki giełdowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Aparicio J., Pastor J.T., Zofio J.L., *How to Properly Decompose Economic Efficiency Using Technical and Allocative Criteria with Non-Homothetic DEA Technologies*, „European Journal of Operational Research” 2015, vol. 240, no. 3, s. 882–891.
- Arab-Mazar Yazdi M., Radmehr K., *A Survey of the Significance and Necessity of Comprehensive Income Statement in Iran*, „The Iranian Accounting and Auditing Review” 2003, vol. 10, no. 31, s. 51–73.
- Armstrong C. et al., *Market Reaction to Events Surrounding the Adoption of IFRS in Europe*, „The Accounting Review” 2010, vol. 85, no. 1, s. 31–61.
- Armstrong C.S. et al., *When Does Information Asymmetry Affect the Cost of Capital?*, „Journal of Accounting Research” 2011, vol. 49, no. 1, s. 1–40.
- Arystoteles, *Polityka*, tłum. L. Piotrowicz, Ossolineum, Wrocław 1953.

- Arystoteles, *Polityka z dodaniem Pseudo-Arystotelesowskiej Ekonomiki*, tłum. L. Piotrowicz, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1964.
- Asquith P., Mikhail M.B., Au A.S., *Information Content of Equity Analyst Reports*, „Journal of Financial Economics” 2005, vol. 75, no. 2, s. 245–282.
- Babbie E., *Podstawy badań społecznych*, tłum. W. Betkiewicz i in., Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- Baetge J., Kirsch H.J., Thiele S., *Bilanzanalyse*, IDW Verlag, Düsseldorf 2004.
- Bagnoli M., Liu H.T., Watts S.G., *Family Firms, Debtholder-Shareholder Agency Costs and the Use of Covenants in Private Debt*, „Annals of Finance” 2011, vol. 7, no. 4, s. 477–509.
- Baker H.K., Haslem J.A., *Information Needs of Individual Investors*, „The Journal of Accountancy” 1973, vol. 136, s. 64–69.
- Ball R., *The Scientific Information Environment in the Next Millennium*, „Library Management” 2000, vol. 21, no. 1, s. 10–12.
- Ball R., Kothari S.P., Robin A., *The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings*, „Journal of Accounting and Economics” 2000, vol. 29, no. 1, s. 1–51.
- Ballwieser W., Hettich S., *Das IASB-Projekt Reporting Comprehensive Income: Bedeutung für das Controlling*, „Zeitschrift für Controlling und Management” 2004, Bd. 48, Hf. 8, s. 79–88.
- Balsam S., Krishnan J., Yang J.S., *Auditor Industry Specialization and Earnings Quality*, „Auditing” 2003, vol. 22, no. 2, s. 71–97.
- Bamber L.S. et al., *Comprehensive Income: Who's Afraid of Performance Reporting?*, „The Accounting Review” 2010, vol. 85, no. 1, s. 97–126.
- Banaszyk P., *Podstawy organizacji i zarządzania*, Wyższa Szkoła Handlu i Rachunkowości, Poznań 2002.
- Bandyopadhyay S. et al., *Accounting Conservatism and the Temporal Trends in Current Earnings' Ability to Predict Future Cash Flows versus Future Earnings: Evidence on the Trade-off between Relevance and Reliability*, „Contemporary Accounting Research” 2010, vol. 27, no. 2, s. 413–460.
- Banker R.D., Charnes A., Cooper W.W., *Some Models for Estimating Technical and Scale Inefficiencies in Data Envelopment Analysis*, „Management Science” 1984, vol. 30, no. 9, s. 1078–1092.
- Baran W., *System informacyjny rachunkowości w kształtowaniu wiarygodności informacji finansowej*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej w Katowicach” 2006, s. 9–22.
- Bareja K., *Wpływ zasad wyceny aktywów na wynik finansowy, Rachunkowość sztuka pomiaru i komunikowania*, Katedra Rachunkowości SGH, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2011.
- Barker R., *Reporting Financial Performance*, „Accounting Horizons” 2004, vol. 18, no. 2, s. 157–172.

- Barth M.E., *Measurement in Financial Reporting: The Need for Concepts*, „Accounting Horizons” 2014, vol. 28, no. 2, s. 331–352.
- Barth M.E., Beaver W.H., Landsman W.R., *The Relevance of the Value-Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View*, „Journal of Accounting and Economics” 2001, vol. 31, no. 1–3, s. 77–104.
- Barth M.E., Beaver W.H., Landsman W.R., *Value-Relevance of Banks’ Fair Value Disclosures under SFAS No. 107*, „The Accounting Review” 1996, vol. 71, no. 4, s. 513–537.
- Barth M.E., Elliott J.A., Finn M.A., *Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings*, „Journal of Accounting Research” 1999, vol. 37, no. 2, s. 387–413.
- Barth M.E., Landsman W., Lang M., *International Accounting Standards and Accounting Quality*, „Journal of Accounting Research” 2008, vol. 46, no. 3, s. 467–498.
- Bartkowiak R., *Historia myśli ekonomicznej*, PWE, Warszawa 2003.
- Barton J., Hansen T.B., Pownall G., *Which Performance Measures do Investors Around the World Value the Most – and Why*, „The Accounting Review” 2010, vol. 85, no. 3, s. 753–789.
- Bartov E., Goldberg S.R., Kim M., *Comparative Value Relevance among German, US and International Accounting Standards: A German Stock Market Perspective*, „Journal of Accounting, Auditing and Finance” 2005, vol. 20, no. 2, s. 95–119.
- Basu S., *The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings*, „Journal of Accounting and Economics” 1997, vol. 24, no. 1, s. 3–37.
- Bednarski L., *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, wyd. 4 zm., PWE, Warszawa 2007.
- Bednarski L., *Analiza rentowności przedsiębiorstwa*, [w:] L. Bednarski i in., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, wyd. 6, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 2003, s. 59–88.
- Bednarski L., Waśniewski T. (red.), *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2000.
- Begg D., Fisher S., Dornbusch R., *Mikroekonomia*, tłum. B. Czarny i in., PWE, Warszawa 1998.
- Bek-Gaik B., *Prezentacja innych dochodów całkowitych w sprawozdaniach finansowych wybranych spółek publicznych w Polsce w latach 2009–2011*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2013, t. 70, nr 126, s. 7–23.
- Bek-Gaik B., *Sprawozdanie z całkowitych dochodów jako nowy element sprawozdania finansowego – wybrane aspekty teoretyczne i praktyczne*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2013, nr 59, s. 21–37.
- Bek-Gaik B., *Sprawozdawczy wymiar rachunku wyników w warunkach globalnego rynku*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013.
- Beltrattia A., Spearb N., Szabo M.D., *The Value Relevance and Timeliness of Write-downs During the Financial Crisis of 2007–2009*, „The International Journal of Accounting” 2013, vol. 48, no. 4, s. 467–494.

- Bergstresser D., Philippon T., *CEO Incentives and Earnings Management*, „Journal of Financial Economics” 2006, vol. 80, no. 3, s. 511–529.
- Berman K., Knight J., Case J., *Financial Intelligence, Revised Edition: A Managers Guide to Knowing What the Numbers Really Mean*, 2nd ed., Harvard Business Review Press, Boston 2013.
- Bernstein P.L., *Capital Ideas Evolving*, John Wiley & Sons, Hoboken 2007.
- Bhamomsiri S., Wiggins C., *Comprehensive Income Disclosures*, „The CPA Journal” 2006, vol. 71, no. 10, s. 54–56.
- Bhandari L.C., *Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence*, „The Journal of Finance” 1988, vol. 43, no. 2, s. 507–528.
- Bhat G., Frankel R., Martin X., *Panacea, Pandora’s Box or Placebo: Feedback in Mortgage-backed Security Holdings and Fair Value Accounting*, „Journal of Accounting and Economics” 2011, vol. 52, no. 2–3, s. 153–173.
- Bhattacharya N. et al., *Assessing the Relative Informativeness and Permanence of Pro Forma Earnings and GAAP Operating Earnings*, „Journal of Accounting and Economics” 2003, vol. 36, no. 1–3, s. 285–319.
- Biddle G.C., Choi J.H., *Is Comprehensive Income Useful?*, „Journal of Contemporary Accounting and Economics” 2006, vol. 2, no. 1, s. 1–32.
- Bielski M., *Podstawy teorii organizacji i zarządzania*, C.H. Beck, Warszawa 2002.
- Black A., Wright P., Bachman J.E., *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, tłum. J. Juruś, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000.
- Black D.E., *Other Comprehensive Income: A Review and Direction for Future Research*, „Accounting and Finance” 2016, vol. 56, no. 1, s. 9–45.
- Blaug M., *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*, tłum. I. Budzyńska, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1994.
- Bless J., *Das Wesen des Kapitals. Eine kapitaltheoretische Untersuchung*, Buchdruckerei Konkordia, Winterthur 1945.
- Bloomfield R.J., *The „Incomplete Revelation Hypothesis” and Financial Reporting*, „Accounting Horizons” 2002, vol. 16, no. 3, s. 233–243.
- Blumenthal R.G., *Tis the Gift to be Simple: Why the 80-year-old DuPont Model Still has Fans*, „CFO Magazine” 1998, January, s. 1–3.
- Błażyńska J., *Użyteczność informacji finansowych sprawozdań finansowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Poznań 2005.
- Borowiecki R. i in., *Metody i systemy wyceny przedsiębiorstw*, Twigger, Warszawa 2002.
- Borowiecki R. (red.), *Wycena przedsiębiorstw: metody, procedury, przykłady*, wyd. 2, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa, Uniwersytetu Ekonomicznego, Warszawa–Kraków 1993.
- Botosan C., Plumlee M., *A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital*, „Journal of Accounting Research” 2002, vol. 40, no. 1, s. 21–40.

- Botzem S., *The Politics of Accounting Regulation: Organizing Transnational Standard Setting in Financial Reporting*, Edward Elgar, Cheltenham 2012.
- Bourdieu P., *The Forms of Capital*, [in:] J.G. Richardson (ed.), *Handbook of Theory and Research for Sociology of Education*, Greenwood Press, New York 1986, s. 241–258.
- Bourguignon A., *Management Accounting and Value Creation: The Profit and Loss of Reification*, „Critical Perspectives on Accounting” 2005, vol. 16, no. 4, s. 353–389.
- Bowen R., Khan U., *Market Reactions to Policy Deliberations on Fair Value Accounting and Impairment Rules During the Financial Crisis of 2008–2009*, „Journal of Accounting and Public Policy” 2014, vol. 33, no. 3, s. 233–259.
- Bowen R.M., Davis A.K., Matsumoto D.A., *Emphasis on Pro Forma versus GAAP Earnings in Quarterly Press Releases: Determinants, SEC Intervention, and Market Reactions*, „The Accounting Review” 2005, vol. 80, no. 4, s. 1011–1038.
- Boyd G.M., *Some Suggestions for a „New and Improved” Du Pont Model*, „Journal of Financial Education” 1989, vol. 18, s. 29–32.
- Böhm-Bawerk E. von, *Capital and Interest: A Critical History of Economic Theory*, McMillan & Co., London–New York 1890.
- Böhm-Bawerk E. von, *Kapitał i zysk z kapitału*, tłum. W. Zawadzki, Gebethner i Wolff, Warszawa 1924.
- Böhm-Bawerk E. von, *The Positive Theory of Capital*, G.E. Stechert & Co., New York 1930.
- Bradbury M.E., *Discussion of „Other Comprehensive Income: A Review and Directions for Future Research”*, „Accounting and Finance” 2016, vol. 56, no. 1, s. 47–58.
- Bradford D., *Blueprints for Basic Tax Reform*, Department of the Treasury, Washington 1977.
- Bradshaw M.T., *How Do Analysts Use Their Earnings Forecasts in Generating Stock Recommendations?*, „The Accounting Review” 2004, vol. 79, no. 1, s. 25–50.
- Bradshaw M.T., *The Use of Target Prices to Justify Sell-side Analysts’ Stock Recommendations*, „Accounting Horizons” 2002, vol. 16, no. 1, s. 27–41.
- Bradshaw M.T., Sloan R.G., *GAAP versus The Street: An Empirical Assessment of Two Alternative Definitions of Earnings*, „Journal of Accounting Research” 2002, vol. 40, no. 1, s. 41–66.
- Bragg S., *The Investor Relations Guidebook*, Accounting Tools, Bozeman 2017.
- Bratten B., Causholli M., Khan U., *Usefulness of Fair Values for Predicting Banks’ Future Earnings: Evidence from Other Comprehensive Income and its Components*, „Review of Accounting Studies” 2016, vol. 21, no. 1, s. 280–315.
- Braudel F., *Kultura materialna, gospodarka i kapitalizm XV–XVIII wiek*, tłum. E.D. Żółkiewska, PIW, Warszawa 1992.
- Bresser R. u.a., *Entlassung des Vorstandsvorsitzenden und Unternehmenserfolg: Eine empirische Untersuchung der größten deutschen Aktiengesellschaften*, „Zeitschrift für Betriebswirtschaft” 2005, Bd. 75, Nr. 12, s. 1165–1192.
- Brigham E.F., *Podstawy zarządzania finansami*, tłum. M. Dyk i in., PWE, Warszawa 1996.

- Brigham E.F., Gapenski L.C., *Zarządzanie finansami*, tłum. M. Gołajewska i in., PWE, Warszawa 2000.
- Brimble M., Hodgson A., *On the Inter-Temporal Value Relevance of Conventional Financial Accounting in Australia*, „Accounting and Finance” 2007, vol. 47, no. 4, s. 599–622.
- Brown S., Hillegeist S.A., *Disclosure Quality and Information Asymmetry*, Kellogg School of Management, Evanston 2003.
- Buk H., *Zróżnicowana informacja o dochodach spółki w zależności od stosowanych standardów sprawozdawczości finansowej*, „Acta Universitatis Lodzianensis. Folia Oeconomica” 2013, nr 278, s. 7–17.
- Burgstahler D., Jiambalvo J., Shevlin T., *Do Stock Prices Fully Reflect the Implications of Special Items for Future Earnings?*, „Journal of Accounting Research” 2002, vol. 40, no. 3, s. 585–612.
- Burja V., Mărginean R., *The Study of Factors that may Influence the Performance by the Dupont Analysis in the Furniture Industry*, „Procedia Economics and Finance” 2014, vol. 16, s. 213–223.
- Burzym E., *Pomiar i ocena rentowności przedsiębiorstw przemysłowych*, PWE, Warszawa 1971.
- Bushee B., Noe C., *Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility*, „Journal of Accounting Research” 2000, vol. 38, supp., s. 171–202.
- Cahan S.F. et al., *Value Relevance of Mandated Comprehensive Income Disclosures*, „Journal of Business Finance & Accounting” 2000, vol. 27, no. 9–10, s. 1233–1265.
- Campbell L., Crawford D., Franz D.R., *How Companies Are Complying the Comprehensive Income Disclosure Requirements*, „The Ohio CPA Journal” 1999, vol. 58, no. 1, s. 13–20.
- Cannan E., *Early History of the Term Capital*, „The Quarterly Journal of Economics” 1921, vol. 35, no. 3, s. 469–481.
- Carell E., *Unternehmensgewinn und Arbeitslohn*, Richard Pflaum Verlag, München 1950.
- Caro L., *Der Wucher*, Duncker & Humblot, Leipzig 1893.
- Cauwenberge P. van, de Beelde I., *On the IASB Comprehensive Income Project: An Analysis of the Case for Dual Income Display*, „Abacus” 2007, vol. 43, no. 1, s. 1–26.
- Cebrowska T., *Bilansowe odwzorowanie wartości i płynności*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu” 2001, nr 909, s. 9–23.
- Chambers D. et al., *An Evaluation of SFAS No. 130 Comprehensive Income Disclosure*, „Review of Accounting Studies” 2007, vol. 12, no. 4, s. 557–593.
- Chambers N., Cifter A., *The Effect of Scale on Productivity: An Application of Data Envelopment Analysis*, [in:] J.K. Mantri (ed.), *Research Methodology on Data Envelopment Analysis (DEA)*, Universal Publishers, Boca Raton 2008, s. 141–156.
- Chang M. et al., *Does Disclosure Quality via Investor Relations Affect Information Asymmetry?*, „Australian Journal of Management” 2008, vol. 33, no. 2, s. 375–390.
- Charnes A., Cooper W.W., Rhodes E., *Measuring the Efficiency of Decision-Making Units*, „European Journal of Operational Research” 1978, vol. 2, no. 6, s. 429–444.

- Charnes A. et al., *Foundations of DEA for Pareto-Koopmans Efficient Empirical Production Function*, „Journal of Econometrics” 1985, vol. 30, no. 1–2, s. 91–107.
- Cheng C.S.A., Cheung J.K., Gopalakrishnan V., *On the Usefulness of Operating Income, Net Income and Comprehensive Income in Explaining Security Returns*, „Accounting and Business Research” 1993, vol. 23, no. 91, s. 195–203.
- Chisnall P., *Fair Value Accounting: An Industry View*, „Balance Sheet” 2001, vol. 9, no. 1, s. 27–33.
- Chmielewski M., *Mierniki oceny powodzenia restrukturyzacji*, [w:] A. Herman, J. Bieliński (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, CeDeWu, Warszawa 2001, s. 145–162.
- Choi J.H., Zang Y., *Implication of Comprehensive Income Disclosure for Future Earnings and Analysts' Forecasts*, „Seoul Journal of Business” 2006, vol. 12, no. 2, s. 77–109.
- Christensen H.B., Nikolaev V.V., *Does Fair Value Accounting for Non-Financial Assets Pass the Market Test?*, „Review of Accounting Studies” 2013, vol. 18, no. 3, s. 734–775.
- Churchill N.C., Kriebel C.H., Stedry A.C., *Proposed Research on Management Information Systems*, Management Sciences Research Group, Management Information Systems Project, Graduate School of Industrial Administration, Carnegie Institute of Technology, Pittsburgh 1965.
- Cimini R., *Reporting Comprehensive Income Issues. Empirical Evidence from France, Germany and Italy*, „Economia Aziendale Online” 2013, vol. 4, no. 1, s. 1–17.
- Clark B., *Managerial perceptions of Marketing Performance: Efficiency, Adaptability, Effectiveness and Satisfaction*, „Journal of Strategic Marketing” 2005, vol. 8, no. 1, s. 3–25.
- Clarkson P. et al., *The Impact of IFRS Adoption on the Value Relevance of Book Value and Earnings*, „Journal of Contemporary Accounting and Economics” 2011, vol. 7, no. 1, s. 1–17.
- Cook W.D., Zhu J., *Data Envelopment Analysis: Modeling Operational Processes and Measuring Productivity*, CreateSpace Independent Publishing Platform, San Bernardino 2008.
- Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena. Mierzenie i kształtowanie wartości firm*, tłum. A. Kalinauskas, T. Wiazowski, WIG-Press, Warszawa 1997.
- Cormier D., Ledoux M.J., Molson J.H., *Social and Environmental Disclosures: Substitutes or Complements?*, 2009, Cahier de recherche 2009-02, <http://www.cifo.uqam.ca/publications/pdf/2009-02.pdf> (dostęp: 20.08.2020).
- Cwynar A., Cwynar W., *Badania porównawcze zysku rezydualnego*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstw” 2006, nr 8, s. 12–20.
- Cwynar A., Cwynar W., *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości, Warszawa–Rzeszów 2007.
- Cwynar A., Cwynar W., *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje – systemy – narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002.



- Czapiewski L., Kubiak J., *Wyплаты dywidend spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 1993–2014*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2016, nr 4 (82), s. 59–69.
- Czekaj J., Dresler Z., *Podstawy zarządzania finansami firm*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1995.
- Czekaj J. i in., *Podstawy zarządzania informacją*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Kraków 2012.
- Czerwińska T., *Relacje inwestorskie w spółkach notowanych na GPW w Warszawie*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego. Inwestycje i Nieruchomości” 2004, nr 1, s. 233–245.
- Dach Z., *Mikroekonomia*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Kraków 2012.
- Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, tłum. T. Rzychoń, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2007.
- Damodaran A., *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Wiley & Sons, Hoboken 2002.
- Damodaran A., *Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications*, „Social Science Research Network Electronic Journal” 2007, March 26, s. 1–69.
- Dastgir M., *Comprehensive Income and Net Income as Measures of Firm Performance: Some Evidence for Scale Effect*, „European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences” 2008, no. 12, s. 1724–1739.
- Debreu G., *The Coefficient of Recourse Utilization*, „Econometrica” 1951, vol. 19, no. 3, s. 273–292.
- Dechow P., Dichev I., *The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors*, „The Accounting Review” 2002, vol. 77, supp., s. 35–59.
- Dechow P.M., Schrand C.M., *Earnings Quality*, Research Foundation of CFA Institute, Charlottesville 2004.
- Dechow P.M., Ge W., Schrand C.M., *Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies, Their Determinants and Their Consequences*, „Journal of Accounting and Economics” 2010, vol. 50, no. 2–3, s. 344–401.
- Delaney P.R. et al., *GAAP 2002, Interpretation and Application of Generally Accepted Accounting Principles*, Wiley & Sons, New York 2002.
- Dembiński P.H., *Finanse po zawale*, Studio Emka, Warszawa 2011.
- Demir V., Bahadır O., Öncel A.G., *What is the Best Measure of Financial Performance? Comprehensive Income versus Net Income: Evidence from Turkey*, „İktisat İletme ve Finans” 2013, vol. 28, no. 323, s. 73–96.
- Denis D.J., Sarin A., *Agency Theory and the Influence of Equity Ownership Structure on Corporate Diversification Strategies*, „Strategic Management Journal” 1999, vol. 20, no. 11, s. 1071–1076.
- Devalle A., Magarini R., *Assessing the Value Relevance of Comprehensive Income under IFRS: An Empirical Evidence from European Stock Exchanges*, „International

- Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation” 2012, vol. 8, no. 1, s. 43–68.
- Devalle A., Onali E., Magarini R., *Assessing the Value Relevance of Accounting Data After the Introduction of IFRS in Europe*, „Journal of International Financial Management and Accounting” 2010, vol. 21, no. 2, s. 85–119.
- Dewey D., *Modern Capital Theory*, Columbia University Press, New York 1965.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, wyd. 6 zm., Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2014.
- Dębski W., *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- Dhaliwal D., Subramanyam K.R., Trezevant R., *Is Comprehensive Income Superior to Net Income as a Measure of Firm Performance*, „Journal of Accounting and Economics” 1999, vol. 26, no. 1–3, s. 43–67.
- Diamond D., Verrechia W., *Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital*, „The Journal of Finance” 1991, vol. 46, no. 4, s. 1325–1359.
- Dichev I., Tang V.W., *Earnings Volatility and Earnings Predictability*, „Journal of Accounting and Economics” 2009, vol. 47, no. 1–2, s. 160–181.
- Dmitruk J., *Relacje inwestorskie spółek notowanych na GPW w Warszawie w ocenie inwestorów instytucjonalnych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2012, nr 51, s. 449–457.
- Dobb M., *Teorie wartości i podziału od Adama Smitha. Ideologia a teoria ekonomii*, tłum. W. Rączkowska, PWE, Warszawa 1976.
- Dobija M., *Abstract Nature of Capital and Money*, [in:] L.M. Cornwall (ed.), *New Developments in Banking and Finance*, ch. 4, Nova Science Publishers, New York 2007, s. 89–114.
- Dobija M., *Ekonomiczne konsekwencje konfrontacji kapitału i pracy*, „Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy” 2018, nr 54, s. 53–75.
- Dobija M., *Rachunkowość zarządcza i controlling*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Dobija M., *Teoria kapitału jako podstawa reformy systemu finansów publicznych*, „Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy” 2009, nr 14, s. 321–338.
- Dobija M., *Teoria rachunkowości w zarysie*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 2005.
- Dobija M., *Teoria rachunkowości w zarysie*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 2015.
- Dobija M., *Układ pojęć konstytuujących teorię rachunkowości w kontekście nauk ekonomicznych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie” 2016, t. 89, nr 145, s. 9–28.
- Dobre praktyki spółek notowanych na GPW 2016*, 2016, [https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/GPW\\_1015\\_17\\_DOBRE\\_PRAKTYKI\\_v2.pdf](https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/GPW_1015_17_DOBRE_PRAKTYKI_v2.pdf) (dostęp: 1.08.2019).

- Domagała A., *Postulat homogeniczności jednostek decyzyjnych w metodzie DEA. Sugestie teoretyczne a wyniki symulacji empirycznych*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu” 2007, nr 84, s. 54–76.
- Dong M., Ryan S., Zhang X., *Preserving Amortized Costs Within a Fair-Value-Accounting Framework: Reclassification of Gains and Losses on Available-for-Sale Securities Upon Realization*, „Review of Accounting Studies” 2014, vol. 19, no. 1, s. 242–280.
- Doyle J., Green R., *Efficiency and Cross-Efficiency in DEA: Derivation, Meanings and Uses*, „Journal of the Operational Research Society” 1994, vol. 45, no. 5, s. 567–578.
- Dreliszak E., Kania D., *Rachunek zysków i strat*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2009.
- Dudycz T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.
- Duliniec A., *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*, wyd. 2 zm., PWE, Warszawa 2011.
- Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, wyd. 2 zm., Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Duraj A.N., *Funkcje rezerw w przedsiębiorstwie*, „Ekonomia” 2003, nr 11, s. 35–45.
- Duraj J., *Analiza ekonomiczna w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1993.
- Duraj J., *Niektóre implikacje zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, t. 3, Novum, Płock–Łódź 2002, s. 59–61.
- Duraj J., *Podstawy ekonomiki przedsiębiorstwa*, wyd. 2 zm., PWE, Warszawa 2004.
- Duraj J., *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1997.
- Duraj J. (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
- Duraj J., Sajnog A., *Rentowność kapitału własnego giełdowych spółek przemysłowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2011.
- Dyckhoff H., Allen K., *Theoretische Begründung einer Effizienzanalyse mittels Data Envelopment Analysis (DEA)*, „Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung” 1999, Bd. 51, Hf. 5, s. 411–436.
- Dyduch A., Wydymus Z., *Struktura kapitału a wartość przedsiębiorstwa*, „Zagadnienia Techniczno-Ekonomiczne” 2003, t. 48, nr 1, s. 55–68.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2013/50/UE z dnia 22 października 2013 r. zmieniająca dyrektywę nr 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych oraz dyrektywę Komisji nr 2007/14/WE ustanawiającą szczegółowe zasady wdrożenia niektórych

- przepisów dyrektywy nr 2004/109/WE, Dz. Urz. UE L 294 z 6 listopada 2013 r., sprost. Dz. Urz. UE L 14 z 26 listopada 2013 r.
- Dziawgo D., *Relacje inwestorskie w Polsce w opinii indywidualnych inwestorów*, 2010, [http://www.sii.org.pl/static/img/003203/Danuta\\_Dziawgo\\_Relacje\\_Inwestorskie\\_Akcjonariusz\\_1\\_2010.pdf](http://www.sii.org.pl/static/img/003203/Danuta_Dziawgo_Relacje_Inwestorskie_Akcjonariusz_1_2010.pdf) (dostęp: 12.12.2019).
- Dziawgo D., *Relacje inwestorskie w Polsce w opinii indywidualnych inwestorów*, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, Warszawa 2016.
- Dziawgo D., *Relacje inwestorskie: ewolucja, funkcjonowanie, wyzwania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011.
- Dziawgo D., *Stowarzyszenia indywidualnych inwestorów i kluby inwestycyjne na rynku papierów wartościowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2004.
- Dziawgo D., Zawadzki A., *Finanse przedsiębiorstwa: istota, narzędzia, zarządzanie*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2011.
- Eaton T.V., Easterday K.E., Rhodes M.R., *The Presentation of Other Comprehensive Income: FASB's Recent and Proposed Changes*, „The CPA Journal” 2013, vol. 83, no. 3, s. 32–35.
- Eccles R.G. et al., *The Value Reporting Revolution: Moving Beyond the Earnings Game*, John Wiley & Sons, New York 2001.
- Edwards E.O., Bell P.W., *The Theory and Measurement of Business Income*, University of California Press, Berkeley 1961.
- Eisenhardt K.M., *Agency Theory: An Assessment and Review*, „Academy of Management Review” 1989, vol. 14, no. 1, s. 57–74.
- Elbanna S., Child J., *The Influence of Decision, Environmental and Firm Characteristics on the Rationality of Strategic Decision-Making*, „Journal of Management Studies” 2007, vol. 44, no. 4, s. 561–591.
- English J.R., *Applied Equity Analysis*, McGraw-Hill, New York 2001.
- Ernstberger J., *The Value Relevance of Comprehensive Income under IFRS and US GAAP: Empirical Evidence from Germany*, „International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation” 2008, vol. 5, no. 1, s. 1–29.
- Evans L., *Language, Translation and the Problem of International Accounting Communication*, „Accounting, Auditing and Accountability Journal” 2004, vol. 17, no. 2, s. 210–248.
- Evans M.E., Hodder L.D., Hopkins P.E., *The Predictive Ability of Fair Values for Future Financial Performance of Commercial Banks and the Relation of Predictive Ability to Banks' Share Prices*, „Contemporary Accounting Research” 2013, vol. 31, no. 1, s. 13–44.
- Ezzamel M., Willmott H., Worthington F., *Manufacturing Shareholder Value: The Role of Accounting in Organizational Transformation*, „Accounting, Organizations and Society” 2008, vol. 33, no. 2–3, s. 107–140.
- Fama E.F., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „The Journal of Finance” 1970, vol. 25, no. 2, s. 383–417.

- Fama E.F., *Efficient Capital Markets: II*, „The Journal of Finance” 1991, vol. 46, no. 5, s. 1575–1617.
- Färe R., Grosskopf S., Lovell C.A.K., *The Measurement of Efficiency of Production*, Kluwer Academic Publishers, Boston 1985.
- Färe R. et al., *Productivity Changes in Swedish Pharmacies 1980–1989: A Non-Parametric Malmquist Approach*, „Journal of Productivity Analysis” 1992, vol. 3, no. 1–2, s. 85–101.
- Farrell M.J., *The Measurement of Productive Efficiency*, „Journal of the Royal Statistical Society” 1957, series A (general), vol. 120, no. 3, s. 253–290.
- Feltham J., Ohlson J.A., *Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities*, „Contemporary Accounting Research” 1995, vol. 11, no. 2, s. 689–731.
- Fernandez F.S., Arana M.M.C., *Effects of Comprehensive Income on ROE in a Context of Crisis: Empirical Evidence for IBEX-35 Listed Companies (2004–2008)*, „International Business & Economics Research Journal” 2010, vol. 9, no. 1, s. 117–128.
- Ferraro O., *Comprehensive Income in Italy: Reporting Preferences and Its Effects on Performance Indicators*, „Journal of Modern Accounting and Auditing” 2011, vol. 7, no. 12, s. 1315–1328.
- Feruś A., *Zastosowanie metody DEA do określania poziomu ryzyka kredytowego przedsiębiorstw*, „Bank i Kredyt” 2006, nr 7, s. 44–59.
- Fetter F.A., *Recent Discussion of the Capital Concept*, „The Quarterly Journal of Economics” 1900, vol. 11, no. 1, s. 1–45.
- Files R., Swanson E.P., Tse S., *Stealth Disclosure of Accounting Restatements*, „The Accounting Review” 2009, vol. 84, no. 5, s. 1495–1520.
- Financial Accounting Standards Board, *Elements of Financial Statements of Business Enterprises. December 1980*, The Board, Stamford 1980.
- Fierla A., *Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008.
- Fischer T.M., Becker S., *Wissensorientierte Unternehmenspublizität – Ergebnisse einer empirischen Studie in deutschen börsennotierten Unternehmen*, „Zeitschrift für Controlling und Management” 2005, Bd. 49, Hf. 9, s. 121–132.
- Fischer T.M., Wenzel J., *Publizität von Werttreibern im Value Reporting. Ergebnisse einer empirischen Studie*, „Controlling” 2004, Bd. 16, Nr. 6, s. 305–314.
- Fisher I., *Precedents for Defining Capital*, „The Quarterly Journal of Economics” 1908, vol. 18, no. 3, s. 386–408.
- Fisher I., *The Nature of Capital and Income*, Macmillan & Co., London 1906.
- Fisher I., *The Theory of Interest*, Kelly & Millman, New York 1954.
- Fossati E., *Beitrag zum Kapitalbegriff*, „Zeitschrift für Nationalökonomie” 1930, Bd. 1, Hf. 5, s. 712–735.
- Francis J. et al., *Costs of Equity and Earnings Attributes*, „The Accounting Review” 2004, vol. 79, no. 4, s. 967–1010.

- Francis J. et al., *The Market Pricing of Accruals Quality*, „Journal of Accounting and Economics” 2005, vol. 39, no. 2, s. 295–327.
- Frankfort-Nachmias C., Nachmias D., *Metody badawcze w naukach społecznych*, tłum. E. Hornowska, Zysk i S-ka, Poznań 2001.
- Freeman R.E., Harrison J.S., Wicks A.C., *Stakeholder Capitalism*, „Journal of Business Ethics” 2007, vol. 74, no. 4, s. 303–314.
- Freeman R.N., Tse S.Y., *A Nonlinear Model of Security Price Responses to Unexpected Earnings*, „Journal of Accounting Research” 1992, vol. 30, no. 2, s. 185–209.
- Frendzel M., *Zyski i straty kapitałowe i ich prezentacja przez spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Londynie*, „Acta Universitatis Lodzianis. Folia Oeconomica” 2013, nr 263, s. 88–108.
- Frishammar J., *Information Use in Strategic Decision Making*, „Management Decision” 2003, vol. 41, no. 4, s. 318–326.
- Gabrusewicz W., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie*, PWE, Warszawa 2014.
- Gabrusewicz W., Remlein M., *Sprawozdanie finansowe przedsiębiorstwa: jednostkowe i skonsolidowane*, wyd. 2 zm., PWE, Warszawa 2011.
- Gad J., *Forma sprawozdania z wyniku całościowego – perspektywa polskiego i niemieckiego rynku kapitałowego*, „Przegląd Organizacji” 2007, nr 5, s. 44–52.
- Gad J., *Sprawozdanie z wyniku całościowego jako źródło informacji na temat kapitałowych przychodów i kosztów – doświadczenia polskiego i niemieckiego rynku kapitałowego*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2014, t. 75, nr 131, s. 47–68.
- Gaio C., Raposo C., *Earnings Quality and Firm Valuation: International Evidence*, „Accounting and Finance” 2011, vol. 51, no. 2, s. 467–499.
- Gajdka J., *Behawioralne finanse przedsiębiorstw. Podstawowe podejścia i koncepcje*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013.
- Gajdka J., *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Gazzola P., Amelio S., *Is Total Comprehensive Income or Net Income Better for the Evaluation of Companies' Financial Performance?*, „Central European Review of Economic Issues” 2014, vol. 17, no. 1, s. 39–51.
- Gerbaulet C., *Reporting Comprehensive Income. Die Bestrebungen des FASB, des ASB sowie des IASC*, Deutscher Universitätsverlag, Wiesbaden 1999.
- Gierusz J., *Koszty i przychody w świetle nadrzędnych zasad rachunkowości*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2010.
- Gierusz J., *Postulowana forma ujawnień w sprawozdaniu z całkowitych dochodów*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2013, nr 314, s. 31–44.
- Gierusz J., *Reklasyfikacja kosztów i przychodów ze sprawozdania z całkowitych dochodów do rachunku zysków i strat – przyczyny, zakres i konsekwencje*,

- „Zarządzanie i Finanse. Journal of Management and Finance” 2014, vol. 12, no. 2, s. 189–204.
- Gierusz J., *Sprawozdanie finansowe według projektu IASB i FASB a wyzwania współczesnej rachunkowości*, [w:] H. Buk, A.M. Kostur (red.), *Zintegrowany system pomiarów dokonań w rachunkowości*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2009, s. 115–124.
- Gierusz J., Gawrońska J., *Ewolucja pojęcia wyniku finansowego a pomiar jego jakości*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2012, t. 66, nr 122, s. 29–45.
- Glautier M., Underdown B., Morris D., *Accounting Theory and Practice*, 8th ed., Financial Times Prentice Hall, Harlow–New York 2011.
- Gleadle P., Cornelius N., *A Case Study of Financialization and EVA*<sup>®</sup>, „Critical Perspectives of Accounting” 2008, vol. 19, no. 8, s. 1219–1238.
- Glynn J.J., Perrin J., Murphy P.P., *Rachunkowość dla menedżerów*, tłum. A. Stolarek, J. Stolarek, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.
- Godfrey J. et al., *Accounting Theory*, John Wiley & Sons Australia Ltd., Milton 2006.
- Gołębiowski T., *Zarządzanie strategiczne. Planowanie i kontrola*, Difin, Warszawa 2001.
- Goncharov I., Hodgson A.C., *Measuring and Reporting Income in Europe*, „Journal of International Accounting Research” 2011, vol. 10, no. 1, s. 27–59.
- Goodman M.B., *Today’s Corporate Communication Function*, [in:] S.M. Oliver (ed.), *Handbook of Corporate Communication and Public Relations*, Routledge, London–New York 2004, s. 217–224.
- Gordon M.J., *Dividends, Earnings and Stock Prices*, „The Review of Economics and Statistics” 1959, vol. 41, no. 2, s. 99–105.
- Gorynia M., *Nauki ekonomiczne wobec globalnych i regionalnych wyzwań drugiej dekady XXI wieku*, [w:] C. Zajac (red.), *Nauki ekonomiczne w XXI wieku – dylematy, wyzwania, perspektywy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Wrocław 2017, s. 11–22.
- Gorynia M., *Przedsiębiorstwo w różnych ujęciach teoretycznych*, „Ekonomista” 1999, nr 4, s. 531–546.
- Gos W., *Bilans. Znaczenie, koncepcje sporządzenia, formy prezentacji*, PWE, Warszawa 2011.
- Gospodarowicz A. (red.), *Analiza i ocena banków oraz ich oddziałów*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 2002.
- Gospodarowicz M., *Procedury analizy i oceny banków*, NBP, Departament Analiz i Badań, Warszawa 2000.
- Górniak S., *Zasady nauki o bilansach*, Wydawnictwo Horyzont, Kraków 1948.
- Grabińska B., Grabiński K., *Propozycja interpretacji podstawowych pozycji sprawozdania z zysku całkowitego sporządzonego zgodnie z MSR 1*, „Zeszyty Naukowe. Polskie Towarzystwo Ekonomiczne” 2012, nr 13, s. 299–308.
- Graham J.R., Harvey C.R., Rajgopal S., *The Economic Implications of Corporate Financial Reporting*, „Journal of Accounting and Economics” 2005, vol. 40, no. 1–3, s. 3–73.

- Greenwald B.C., Stiglitz J.E., *Asymmetric Information and the New Theory of the Firm: Financial Constraints and Risk Behavior*, „The American Economic Review” 1990, vol. 80, no. 2, s. 160–165.
- Grotowska-Leder J., *Zaradny czy bezradny. Strategie życiowe współczesnych Polaków w świetle wybranych wyników badań ogólnopolskich*, „Zeszyty Naukowe. Polskie Towarzystwo Ekonomiczne” 2011, nr 9, s. 179–199.
- Grzywacz J., *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012.
- Hawawini G., Viallet C., *Finance for Executives*, South-Western College Publishing, Boston 1999.
- Helfert E.A., *Techniki analizy finansowej*, tłum. J. Sawicki, PWE, Warszawa 2004.
- Hendriksen E.A., Breda M.F. van, *Teoria rachunkowości*, tłum. G. Idzikowska, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Henry E., *Presentation of Comprehensive Income: Another (Small) Step Toward Convergence*, „The Journal of Corporate Accounting & Finance” 2011, vol. 23, no. 1, s. 85–90.
- Heracleous L., Lan L.L., *Agency Theory, Institutional Sensitivity, and Inductive Reasoning: Towards Alegal Perspective*, „Journal of Management Studies” 2002, vol. 49, no. 1, s. 223–239.
- Heracleous L., Lan L.L., *Rethinking Agency Theory: The View from Law*, „Academy of Management Review” 2010, vol. 35, no. 2, s. 294–314.
- Herman A., Szablewski A. (red.), *Zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 1999.
- Hicks J.R., *Perspektywy ekonomii. Szkice z teorii pieniądza i teorii wzrostu*, tłum. H. Góralska, J. Kochanowicz, PWE, Warszawa 1988.
- Hicks J.R., *Value and Capital: An Inquiry into Some Fundamental Principles of Economic Theory*, Clarendon Press, Oxford 1946.
- Hillegeist S.A., Penalva F., *The Valuation Implications of Comprehensive Income. Working Paper (Northwestern University and University of Navarre)*, [za:] D. Chambers et al., *An Evaluation of SFAS no. 130 Comprehensive Income Disclosures*, „Review of Accounting Studies” 2007, vol. 12, no. 4, s. 557–593.
- Hirst D.E., Hopkins P.E., *Comprehensive Income Reporting and Analysts’ Valuation Judgments*, „Journal of Accounting Research” 1998, vol. 36, supp., s. 47–75.
- Hirst D.E., Hopkins P.E., Wahlen J.M., *Fair Values, Income Measurement, and Bank Analysts’ Risk and Valuation Judgments*, „The Accounting Review” 2004, vol. 79, no. 2, s. 453–472.
- Hodder L.D., Hopkins P.E., Wahlen J.M., *Risk-relevance of Fair Value Income Measures for Commercial Banks*, „The Accounting Review” 2006, vol. 81, no. 2, s. 337–375.
- Hodder L.D., Hopkins P.E., Wood D.A., *The Effects of Financial Statement and Informational Complexity on Cash Flow Forecasts*, „The Accounting Review” 2008, vol. 83, no. 4, s. 915–956.



- Hodder L.D. et al., *Employee Stock Option Fair-Value Estimates: Do Managerial Discretion and Incentives Explain Accuracy?*, „Contemporary Accounting Research” 2006, vol. 23, no. 4, s. 933–975.
- Hofmann C., Arnegger M., Kopitzke J., *Gewinnmanagement und Arbeitsanreize bei fehlerhaften Performancemaßen*, „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis” 2007, Nr. 2, s. 123–147.
- Hohoff W., *Zur Geschichte des Wortes und Begriffs „Kapital”*, „Vierteljahrsschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte” 1918–1920, Bd. 14, Hf. 4, s. 554–574.
- Holmes K., *The Concept of Income. A Multidisciplinary Analysis*, International Bureau of Fiscal Documentation Publications, Amsterdam 2000.
- Hoogervorst H., *The Dangers of Ignoring Unrealised Income*, Speech by Hans Hoogervorst, International Accounting Standards Board Chairman, IFRS Conference Tokyo, 2014, <https://www.iasplus.com/en-gb/news/2014/09/hoogervorst> (dostęp: 14.01.2020).
- Hoogervorst H., *The Imprecise Nature of Accounting: Questions on Measurement, Standard Setting and the IASB’s Course for the Future*, „The CPA Journal” 2012, vol. 82, no. 8, s. 11–13.
- Hope O.K., *Firm-Level Disclosure and the Relative Roles of Culture and Legal Origin*, „Journal of International Financial Management & Accounting” 2003, vol. 14, no. 3, s. 218–248.
- Howells P., Bain K., *The Economics of Money, Banking and Finance*, 4th ed., Financial Times Prentice Hall, Harlow 2008.
- Hsiung H.H., Wang J.L., *Value Creation Potential of Intellectual Capital in the Digital Content Industry*, „Investment Management and Financial Innovations” 2012, vol. 9, no. 2, s. 81–90.
- Hua J., Li A.Y., Zhang F., *Does Accounting Conservatism Improve the Corporate Information Environment?*, „Journal of International Accounting, Auditing and Taxation” 2014, vol. 23, no. 1, s. 32–43.
- Huang H.W., Lin S., Raghunandan K., *The Volatility of Other Comprehensive Income and Audit Fees*, „Accounting Horizons” 2016, vol. 30, no. 2, s. 195–210.
- Hülsmann S., Peters M.L., *Data Envelopment Analysis im Bankgewerbe. Theorie und praktische Anwendung*, AV Akademikerverlag, Saarbrücken 2007.
- Hung M., Subramanyam K.R., *Financial Statement Effect of Adopting International Accounting Standards: The Case of Germany*, „Review of Accounting Studies” 2007, vol. 12, no. 4, s. 623–657.
- Hunton J.E., Libby R., Mazza C.L., *Financial Reporting Transparency and Earnings Management*, „The Accounting Review” 2006, vol. 81, no. 1, s. 135–157.
- Ignatowski R., *Pojęcie dochodów, przychodów i zysków według MSSF i analiza praktyki ich prezentacji w sprawozdaniach finansowych*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2014, t. 80, nr 136, s. 131–151.
- International Accounting Standards Board, *International Financial Reporting Standards (IFRSs)*, IASB, London 1989.

- International Accounting Standards Board, *The Conceptual Framework for Financial Reporting*, IFRS Foundation, London 2010.
- International Accounting Standards Board, *The Conceptual Framework for Financial Reporting*, IFRS Foundation, London 2018.
- International Accounting Standards Board, *Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej 2011*. MSSF, t. 1–2, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2011.
- Ittner C.D., *Assessing Empirical Research in Managerial Accounting: A Value Based Management Perspective*, „Journal of Accounting & Economics” 2011, vol. 32, no. 1–3, s. 349–410.
- Iwin-Garzyńska J., *Szkice o kapitale i podatkach*, Difin, Warszawa 2010.
- Iwu-Egwuonwu R.C., *Some Empirical Literature Evidence on the Effects of Independent Directors on Firm Performance*, „Journal of Economics and International Finance” 2010, vol. 2, no. 9, s. 190–198.
- Jacoby W., *Der Streit um den Kapitalbegriff seine geschichtliche Entwicklung und Versuche zu seiner Lösung*, Fischer, Jena 1908.
- Jajuga K., *Elementy nauki o finansach*, PWE, Warszawa 2007.
- Jajuga K., *Trzydzieści lat współczesnych finansów behawioralnych*, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2008, nr 9, s. 42–52.
- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje: instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- Jaki A., *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Kraków 2012.
- Janicka M., *Liberalizacja przepływów kapitałowych – korzyści i zagrożenia*, „Bank i Kredyt” 2008, nr 3, s. 34–49.
- Janicka M., *Liberalizacja przepływów kapitałowych w gospodarce światowej. Przypadek Polski*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
- Jeleń W., *Metodyka i narzędzia analizy finansowej w praktyce*, „Rachunkowość” 1998, nr 3, s. 137–142.
- Jensen M.C., *Self-interest, Altruism, Incentives and Agency Theory*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1994, vol. 7, no. 2, s. 40–45.
- Jensen M.C., *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2001, vol. 14, no. 3, s. 8–21.
- Jensen M.C., Meckling W.H., *Specific and General Knowledge and Organizational Structure*, [in:] M.C. Jensen (ed.), *Foundations of Organizational Strategy*, Harvard University Press, Cambridge 2001, s. 251–274.
- Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the Firm: Managerial Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, vol. 3, no. 4, s. 305–360.
- Jermakowicz E.K., Prather-Kinsey J., Wulf I., *The Value Relevance of Accounting Income Reported by DAX-30 German Companies*, „Journal of International Financial Management and Accounting” 2007, vol. 18, no. 3, s. 151–191.

- Jerzemowska M., *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
- Jerzemowska M., *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002.
- Jerzemowska M. i in., *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, wyd. 3 zm., PWE, Warszawa 2013.
- Jones D.A., Smith K.J., *Comparing the Value Relevance, Predictive Value, and Persistence of Other Comprehensive Income and Special Items*, „The Accounting Review” 2011, vol. 86, no. 6, s. 2047–2074.
- Jordan C.E., Clark S.J., *Comprehensive Income: How Is It Being Reported and What Are Its Effects?*, „The Journal of Applied Business Research” 2002, vol. 18, no. 2, s. 1–8.
- Jurewicz A., Walińska E., *Jakość informacji finansowej generowanej przez system rachunkowości*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2008, t. 44, nr 100, s. 101–113.
- Kabir M.H., Laswad F., *Properties of Net Income and Total Comprehensive Income: New Zealand Evidence*, „Accounting Research Journal” 2011, vol. 24, no. 3, s. 268–289.
- Kamela-Sowińska A., *Wartość firmy*, PWE, Warszawa 1999.
- Kamela-Sowińska A., *Wprowadzenie*, [w:] P. Gut (red.), *Kreatywna księgowość a fałszowanie sprawozdań finansowych*, C.H. Beck, Warszawa 2006, s. IX–XVIII.
- Kamela-Sowińska A., *Wycena przedsiębiorstw i ich mienia*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Handlu i Rachunkowości, Poznań 2006.
- Kanagaretman K., Mathieu R., Shehata M., *Usefulness of Comprehensive Income Reporting in Canada*, „Journal of Accounting and Public Policy” 2009, vol. 28, no. 4, s. 349–365.
- Kang S., Zhao Y., *Information Content and Value Relevance of Depreciation: A Cross-industry Analysis*, „The Accounting Review” 2010, vol. 85, no. 1, s. 227–260.
- Kaplan R.S., Norton D.P., *Wdrażanie strategii dla osiągnięcia przewagi konkurencyjnej*, tłum. G. Łuczkiwicz, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.
- Karmańska A., *Wartość ekonomiczna w systemie informacyjnym rachunkowości finansowej*, Difin, Warszawa 2009.
- Katchova A.L., Enlow S.J., *Financial Performance of Publicly-traded Agribusinesses*, „Agricultural Finance Review” 2013, vol. 73, no. 1, s. 58–73.
- Keating M., *An Analysis of the Value of Reporting Comprehensive Income*, „Journal of Accounting Education” 1999, vol. 17, no. 2–3, s. 333–339.
- Ketz J.E., *Comprehensive Income: What Do the Numbers Disclose?*, „Journal of Corporate Accounting and Finance” 1999, vol. 10, no. 4, s. 79–96.
- Keynes J.M., *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, tłum. M. Kalecki, S. Rączkowski, wyd. 3, 3 dodr., Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2012.
- Khan S., Bradbury M.E., *Volatility and Risk Relevance of Comprehensive Income*, „Journal of Contemporary Accounting and Economics” 2014, vol. 10, no. 1, s. 76–85.

- Kim J., Mahoney J.T., *Property Rights Theory, Transaction Costs Theory, and Agency Theory: An Organizational Economics Approach to Strategic Management*, „Managerial and Decision Economics” 2009, vol. 26, no. 4, s. 223–242.
- King T.E., Ortegren A.K., Reed B.J., *An Analysis of the Impact of Alternative Financial Statement Presentations of Comprehensive Income*, „Academy of Accounting and Financial Studies Journal” 1999, vol. 3, no. 1, s. 19–42.
- Kleine A., *DEA-Effizienz. Entscheidungs- und produktionstheoretische Grundlagen der Data Envelopment Analysis*, Deutscher Universitätsverlag, Wiesbaden 2002.
- Knight F.H., *Risk, Uncertainty and Profit*, Schaffner & Marx, Boston 1921.
- Knosala E., *Zarys teorii decyzji w nauce administracji*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.
- Koch A. i in., *Prawo spółek handlowych*, wyd. 6, Wolters Kluwer, Warszawa 2017.
- Koller T., Goedhart M., Wessels D., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, Hoboken 2010.
- Konchitchki Y., Patatoukas P.N., *Taking the Pulse of the Real Economy Using Financial Statement Analysis: Implications for Macro Forecasting and Stock Valuation*, „The Accounting Review” 2014, vol. 89, no. 2, s. 669–694.
- Konecki K.T., *Studia z metodologii badań jakościowych. Teoria ugruntowana*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- Koonce L., Nelson K.K., Shakespeare C.M., *Judging the Relevance of Fair Value for Financial Instruments*, „The Accounting Review” 2011, vol. 86, no. 6, s. 2075–2098.
- Kopczewski T., *Efektywność technologiczna i kosztowa banków komercyjnych w Polsce w latach 1997–2000*, cz. 1, NBP, Departament Analiz i Badań, Warszawa 2000.
- Kormendi R., Lipe R., *Earnings Innovations, Earnings, Persistence, and Stock Returns*, „Journal of Business” 1987, vol. 60, no. 3, s. 323–345.
- Kothari S.P., *The Role of Financial Reporting in Reducing Financial Risks in the Market*, „Conference Series Federal Reserve Bank of Boston” 2000, no. 44, s. 89–102.
- Kothari S.P., Ramanna K., Skinner D., *Implications for GAAP from an Analysis of Positive Research in Accounting*, „Journal of Accounting and Economics” 2010, vol. 50, no. 2–3, s. 246–286.
- Kotłowski K., *Filozofia wartości a zadania pedagogiki*, Ossolineum, Wrocław–Warszawa–Kraków 1968.
- Kowal D., *Kluczowe czynniki tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Prace Instytutu Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw” 2005, nr 43, s. 131–138.
- Kowalak R., *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa w badaniu zagrożenia upadłością*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2008.
- Krajewska A., *Podatki w Unii Europejskiej*, PWE, Warszawa 2010.
- Krajewski M., *Modele analityczne jako systemowe narzędzia oceny działalności gospodarczej przedsiębiorstw*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia” 2010, nr 44, cz. 2, s. 691–700.

- Krajewski M., *Wykorzystanie modelu Du Ponta w ocenie działalności gospodarczej przedsiębiorstwa*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2008, nr 9 (1209), s. 116–124.
- Kraus K., Lind J., *The Impact of the Corporate Balanced Scorecard on Corporate Control – A Research Note*, „Management Accounting Research” 2010, vol. 21, no. 4, s. 265–277.
- Kronner M., Herold C., *Gestaltung der Rechnungslegungsnormen zur Vermeidung manipulativer Umsatzrealisierung*, „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis” 2007, Nr. 2, s. 148–167.
- Krugman P., Wells R., *Mikroekonomia*, tłum. A. Cieślík i in., Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2012.
- Krzysztofek K., Szczepański M.S., *Zrozumieć rozwój. Od społeczeństw tradycyjnych do informacyjnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego, Katowice 2005.
- Krzyżanowski L.J., *O podstawach kierowania organizacjami inaczej: paradygmaty, metafory, modele, filozofia, metodologia, dylematy, trendy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
- Kubota K., Suda K., Takehara H., *Information Content of Other Comprehensive Income and Net Income: Evidence for Japanese Firms*, „Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics” 2011, vol. 18, no. 2, s. 145–168.
- Kuc B.R., *Aksjologia organizacji i zarządzania. Na krawędzi kryzysu wartości*, Ementon, Warszawa 2015.
- Kucharski A., *Dynamika efektywności polskich funduszy otwartych inwestujących w akcje*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia” 2010, nr 44, cz. 2, s. 473–484.
- Kufel M., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Park, Bielsko-Biała 1992.
- Kufel T., *Rachunkowość a wycena przedsiębiorstwa na tle przekształceń własnościowych*, „Rachunkowość” 2005, nr 3, s. 52–53.
- Kvaal E., Nobes C.W., *IFRS Policy Changes and the Continuation of National Patterns of IFRS Practice*, „European Accounting Review” 2012, vol. 21, no. 2, s. 343–371.
- Lampe H.W., Hilgers D., *Trajectories of Efficiency Measurement: A Bibliometric Analysis of DEA and SFA*, „European Journal of Operational Research” 2015, vol. 240, no. 1, s. 1–21.
- Land J., Lang M.H., *Empirical Evidence on the Evolution of International Earnings*, „The Accounting Review” 2002, vol. 77, no. 1, s. 115–133.
- Landsman W., Maydew E., *Has the Information Content of Quarterly Earnings Announcements Declined in the Past Three Decades?*, „Journal of Accounting Research” 2002, vol. 40, no. 3, s. 797–808.
- Lang M., Lundholm R., *Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures*, „Journal of Accounting Research” 1993, vol. 31, no. 2, s. 246–271.
- Langguth H., Chahed Y., *Wertorientierte Konzepte am Beispiel eines Brauereikonzerns*, „Controlling” 2004, Bd. 16, Nr. 7, s. 399–412.

- Lawrence A., *Individual Investors and Financial Disclosure*, „Journal of Accounting and Economics” 2013, vol. 56, no. 1, s. 130–147.
- Ledoux M., Villeneuve G., *Value Relevance of Discretionary Accruals in France and the UK: The Incidence of IFRS*, 2011, Cahier de recherche 2011-03, <http://www.cifo.uqam.ca/publications/pdf/2011-03.pdf> (dostęp: 20.08.2020).
- Lee Y.J., Petroni K.R., Shen M., *Cherry Picking, Disclosure Quality, and Comprehensive Income Reporting Choices: The Case of Property-Liability Insurers*, „Contemporary Accounting Research” 2006, vol. 23, no. 3, s. 655–692.
- Levitt A., *The „Numbers Game”*, Speech delivered at the NYU Center for Law and Business, 1998, <https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch220.txt> (dostęp: 12.02.2020).
- Lewellen W.B., Badrinath S.G., *On the Measurement of Tobin's Q*, „Journal of Financial Economics” 1997, vol. 44, no. 1, s. 77–122.
- Lewicka H., *Wartość jako kluczowe pojęcie w dziedzinie nauk ekonomicznych*, „Społeczeństwo i Ekonomia” 2014, nr 2, s. 64–72.
- Li N., *Negotiated Measurement Rules in Debt Contracts*, „Journal of Accounting Research” 2010, vol. 48, no 5, s. 1103–1144.
- Libby R., Bloomfield R., Nelson M.W., *Experimental Research in Financial Accounting*, „Accounting, Organizations and Society” 2002, vol. 27, no. 8, s. 775–810.
- Liesz T.J., Maranville S.J., *Ratio Analysis Featuring the DuPont Method: An Overlooked Topic in the Finance Module of Small Business Management and Entrepreneurship Courses*, „Small Business Institute Journal” 2008, vol. 1, no. 1, s. 17–34.
- Linsmeier T.J. et al., *An Issues Paper on Comprehensive Income*, „Accounting Horizons” 1997, vol. 11, no. 2, s. 120–126.
- Louis H., *The Value Relevance of the Foreign Translation Adjustment*, „The Accounting Review” 2003, vol. 78, no. 4, s. 1027–1047.
- Luty Z., *Kierunki zmian sprawozdawczości finansowej*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2010, t. 56, nr 112, s. 127–138.
- Łada-Cieślak M., *Budżetowanie w świetle teorii agencyjnej*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2000, nr 56, s. 123–128.
- Łakomiak A., *Definiowanie pojęć w rachunkowości a cechy jakościowe sprawozdania finansowego*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2013, nr 314, s. 83–103.
- Łobocki M., *Pedagogika wobec wartości*, [w:] B. Śliwerski (red.), *Kontestacje pedagogiczne*, Oficyna Wydawnicza Impuls, Kraków 1993, s. 125–136.
- Machała R., *Zarządzanie finansami i wycena firmy*, Oficyna Wydawnicza Unimex, Wrocław 2008.
- Mackevičius J., Senkus K., *The System of Formation and Evaluation of the Information of Cash Flows*, „Journal of Business Economics and Management” 2006, vol. 7, no. 4, s. 171–182.

- Maines L.A., McDaniel L.S., *Effects of Comprehensive-Income Characteristics on Nonprofessional Investors' Judgments: The Role of Financial-Statement Presentation Format*, „The Accounting Review” 2000, vol. 75, no. 2, s. 179–207.
- Maison D., *Zogniskowane wywiady grupowe. Jakościowa metoda badań marketingowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- Makar S., Wang L., Alam P., *The Mixed Attribute Model in SFAS 133 Cash Flow Hedge Accounting: Implications for Market Pricing*, „Review of Accounting Studies” 2013, vol. 18, no. 1, s. 66–94.
- Mäkinen M., *CEO Compensation, Firm Size and Firm Performance: Evidence from Finnish Panel Data*, The Research Institute of the Finnish Economy, Helsinki 2005.
- Marchewka K., *Główne nurty w teorii kapitału*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2000, nr 3, s. 105–120.
- Marcinkowska M., *Istota wyniku „całościowego” i jego ujmowanie w sprawozdawczości finansowej*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2003, t. 17, nr 73, s. 89–109.
- Marcinkowska M., *Kształtowanie wartości firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- Marcinkowska M., *Ocena działalności instytucji finansowych*, Difin, Warszawa 2007.
- Marcinkowska M., *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa. Nowe tendencje w sprawozdawczości biznesowej*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004.
- Marcus B.W., Wallace S.L., *New Dimensions in Investor Relations: Competing for Capital in the 21st Century*, John Wiley & Sons, New York 1997.
- Mariański J., Zdaniewicz W., *Wartości religijne i moralne młodych Polaków*, Pallottinum, Warszawa 1991.
- Marks K., *Kapitał*, t. 1, tłum. J. Heryng i in., wyd. 3, Książka i Wiedza, Warszawa 1951.
- Marks K., *Zarys krytyki ekonomii politycznej*, tłum. Z.J. Wyrozembski, Książka i Wiedza, Warszawa 1986.
- Marshall A., *Principles of Economics*, Macmillan & Co., New York 1890.
- Marston C., *The Organization of the Investor Relations Functioning by Large UK Quoted Companies*, „Omega” 1996, vol. 24, no. 4, s. 477–488.
- Marx K., Engels F., *Werke*, Bd. 22, 3 Aufl., Dietz Verlag, Berlin 1972.
- Masztalerz M., *Pomiar wartości – w kierunku integracji rachunkowości finansowej i zarządczej*, [w:] W. Gabrusewicz, J. Samelak (red.), *Rozpoznawanie i ujawnianie obszarów ryzyka gospodarczego w sprawozdaniach finansowych*, Zakład Poligraficzno-Wydawniczy M-Druk, Poznań–Wągrowiec 2012, s. 103–110.
- Matuszewicz J., Matuszewicz P., *Rachunkowość od podstaw*, wyd. zm. i uzupeł., Finans-Servis Zespół Doradców Finansowo-Księgowych. Grupa Finans-Servis, Warszawa 2012.
- Matwiejczuk R., *Efektywność – próba interpretacji*, „Przegląd Organizacji” 2000, nr 11, s. 27–31.

- Mazur A., *Wartość godziwa – potencjał informacyjny*, Difin, Warszawa 2011.
- Mączynska E., Pietrewicz L., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstw – aspekty własnościowe (wyniki badań)*, [w:] A. Herman, J. Bieliński (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, CeDeWu, Warszawa 2001, s. 19–34.
- McKee T.E., *Earnings Management. An Executive Perspective*, South-Western Educational Publishing, New York 2005.
- McKinnon S.M., Bruns W.J., *The Information Mosaic*, Harvard Business School Press, Boston 1992.
- Mechelli A., *Accounting Harmonization and Compliance in Applying IASB Standards: An Empirical Survey about the First Time Adoption of IAS 7 by Italian Listed Firms*, „Accounting in Europe” 2009, vol. 6, no. 2, s. 231–270.
- Mechelli A., Cimini R., *Is Comprehensive Income Value Relevant and Does Location Matter? A European Study*, „Accounting in Europe” 2014, vol. 11, no. 1, s. 59–87.
- Meitner M., *The Market Approach to Comparable Company Valuation*, Physica Verlag, Heidelberg 2006.
- Meyer H.W.J., *The Nature of Information, and the Effective Use of Information in Rural Development*, „Information Research” 2005, vol. 10, no. 2, s. 218–224.
- Michalski M., *Ekonomiczna wartość dodana dla właścicieli*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, t. 1, Novum, Płock–Łódź 2000, s. 69–87.
- Michalski M., *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG-Press, Warszawa 2001.
- Michelson S.E., Jordan-Wagner J., Wootton C.W., *The Relationship Between the Smoothing of Reported Income and Risk-Adjusted Returns*, „Journal of Economics and Finance” 2000, vol. 24, no. 2, s. 141–159.
- Micherda B., *Problemy wiarygodności sprawozdania finansowego*, Difin, Warszawa 2006.
- Micherda B., Górka Ł., Szulc M., *Zarządcza interpretacja sprawozdania finansowego*, Difin, Warszawa 2010.
- Miller M.H., Modigliani F., *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, „Journal of Business” 1961, vol. 34, no. 4, s. 411–433.
- Mills R.W., *Dynamika wartości przedsiębiorstwa dla udziałowców, zasady i praktyka analizy wartości strategicznej*, tłum. A. Pawelska, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2005.
- Miłaszewicz D., *Zaufanie jako wartość społeczna*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Katowice 2016.
- Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej, Centrum Rozwoju Zasobów Ludzkich *Analitik giełdowy (241301)*, MPiPS, CRZL, Warszawa 2013.
- Mironiuc M., Huian M.C., *Study of the Congruence between Accounting Numbers and Stock Market Variables through Comprehensive Income: Empirical Evidence for Romania Companies Quoted On the Regulated Market*, „Accounting and Management Information Systems” 2016, vol. 15, no. 3, s. 498–521.



- Mitra S., Hossain M., *Value-Relevance of Pension Transition Adjustments and Other Comprehensive Income Components in the Adoption Year of SFAS No. 158*, „Review of Quantitative Finance and Accounting” 2009, vol. 33, no. 3, s. 279–301.
- Most K.S., *Sombart’s Propositions Revisited*, „The Accounting Review” 1972, vol. 47, no. 4, s. 722–734.
- Muradoglu G., Bakke M., Kvernes G.L., *An Investment Strategy Based on Gearing Ratio*, „Applied Economics Letters” 2005, vol. 12, no. 13, s. 801–804.
- Nahotko S., *Współczesne metody wyceny wartości przedsiębiorstwa*, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa, Oficyna Wydawnicza Ośrodka Postępu Organizacyjnego, Bydgoszcz 1998.
- National Investor Relations Institute, *Definition of Investor Relations*, <https://www.niri.org/about-niri> (dostęp: 1.08.2019).
- Nejad M.Y., Embong Z., Ahmad A., *Value Relevance of Other Comprehensive Income and Its Available-For-Sale Financial Instruments (AFS) and Revaluation Surplus of Property, Plant and Equipment (REV) Components*, „Asian Journal of Accounting and Governance” 2017, vol. 8, spec. iss., s. 133–143.
- Nelson M.W., Tayler W.B., *Information Pursuit in Financial Statement Analysis: Effects of Choice, Effort, and Reconciliation*, „The Accounting Review” 2007, vol. 82, no. 3, s. 731–758.
- Ngmenipuo I.M., Issah O., *The Impact of Comprehensive Income Reporting on Financial Performance of Ghanaian Firms with Public Accountability*, „International Journal of Economics, Commerce and Management” 2015, vol. 3, no. 3, s. 1077–1082.
- Niedzielski E., *Determinanty sprawnego działania w zarządzaniu*, „Zeszyt Naukowy Ekonomia i Zarządzanie. PWSZ we Włocławku” 2011, nr 1, s. 17–24.
- Niedziółka D.A., *Relacje inwestorskie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Niemiec A., *Wady i zalety wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych*, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2009, nr 12, s. 249–259.
- Niemiec A., *Istotność jako podstawowe kryterium selekcji kluczowych mierników dokonań (KPIs)*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2017, nr 472, s. 264–275.
- Nita B., *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
- Nita B., *Teoria uwarunkowań sytuacyjnych w rachunkowości zarządczej*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2013, t. 71, nr 127, s. 193–209.
- Nobes C.W., Parker R., *Comparative International Accounting*, 11th ed., Financial Times Prentice Hall, Harlow 2010.
- Nogalski B., Rybicki J.M., Marcinkiewicz H., *Zarządzanie antykryzysowe jako value driver*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, t. 5, Novum, Płock–Łódź 2004, s. 44–58.
- Nowicki A., Sitarska M. (red.), *Procesy informacyjne w zarządzaniu*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Wrocław 2010.

- Nowosielski S., *Skuteczność i efektywność realizacji procesów gospodarczych*, [w:] T. Dudycz (red.), *Mikroekonomiczne aspekty funkcjonowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 2008, s. 39–46.
- O'Hanlon J., Pope P., *The Value-relevance of UK Dirty Surplus Accounting Flows*, „The British Accounting Review” 1999, vol. 31, no. 4, s. 459–482.
- Obradović V., Karapavlović N., *Financial Reporting of Comprehensive Income in the Food and Beverage Sector in the Republic of Serbia*, „Economics of Agriculture” 2017, vol. 64, no. 1, s. 113–128.
- Ohlson J.A., *Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation*, „Contemporary Accounting Research” 1995, vol. 11, no. 2, s. 661–687.
- Ohlson J.A., *On Transitory Earnings*, „Review of Accounting Studies” 1999, vol. 4, no. 3–4, s. 145–162.
- Olchowicz I., Jamróży M., *Rachunkowość podatkowa*, Difin, Warszawa 2018.
- Oleński J., *Standardy informacyjne w gospodarce*, Wydawnictwa Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 1997.
- Oleński J., *Strategie rozwoju e-państwa w perspektywie 2030 roku*, „Roczniki Kolegium Analiz Ekonomicznych” 2018, z. 48, s. 83–120.
- Osbert-Pociecha G., *Relacja między efektywnością i elastycznością organizacji*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu” 2007, nr 1182, s. 337–349.
- Osiatyński J., *Kapitał, podział, wartość. Kryzys ekonomii neomarginalistycznej*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1978.
- Ostaszewski J. (red. nauk.), *Finanse*, wyd. 6 zm., Difin, Warszawa 2013.
- Ostrowska E., *Rynek kapitałowy. Funkcjonowanie i metody oceny*, PWE, Warszawa 2007.
- Owsiak S., *Podstawy nauki finansów*, PWE, Warszawa 2011.
- Panfil M., *Wprowadzenie do wyceny spółek*, [w:] M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Metody wyceny spółki perspektywa klienta i inwestora*, Poltext, Warszawa 2006, s. 27–56.
- Panfil M., Szablewski A. (red.), *Metody wyceny spółki – perspektywa klienta i inwestora*, Poltext, Warszawa 2006.
- Park M.S., Park T., Ro B.T., *Fair Value Disclosures for Investment Securities and Bank Equity: Evidence from SFAS No. 115*, „Journal of Accounting, Auditing and Finance” 1999, vol. 14, no. 3, s. 347–370.
- Pășcan I., *Does Comprehensive Income Tell us more about an Entity's Performance Compared to Net Income? Study on Romanian Listed Entities*, „Procedia Economics and Finance” 2014, vol. 15, s. 1077–1082.
- Patena W., *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.
- Paton W.A., Littleton A.C., *An Introduction to Corporate Accounting Standards*, American Accounting Association, Chicago 1940.
- Pawłowska M., *Konkurencja i efektywność na polskim rynku bankowym na tle zmian strukturalnych i technologicznych*, NBP, Departament Komunikacji Społecznej, Warszawa 2005.

- Pawłowski J., *Znaczenie sprawozdawczości finansowej w opinii inwestorów indywidualnych*, [w:] M. Cieślak, M. Ciołek, M. Kowalewski (red.), *Współczesne problemy w nauce, dydaktyce i praktyce rachunkowości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Wrocław 2018, s. 365–375.
- Paździor A., *Wykorzystanie sprawozdawczości finansowej w obrocie gospodarczym i decyzjach inwestycyjnych na rynku kapitałowym*, [w:] H. Żukowska, M. Zuba-Ciszewska, P. Bolibok (red.), *Sprawozdawczość finansowa w systemie wymiany informacji i bezpieczeństwa obrotu gospodarczego*, Wydawnictwo KUL, Lublin 2016, s. 257–264.
- Petroni K.R., Wahlen J.M., *Fair Values of Equity and Debt Securities and Share Prices of Property-Liability Insurers*, „The Journal of Risk and Insurance” 1995, vol. 62, no. 4, s. 719–737.
- Pfaff J., Messner Z. (red. nauk.), *Rachunkowość finansowa z uwzględnieniem MSSF*, wyd. 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011.
- Pieloch A., *Motywy i efekty wykupu akcji własnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012.
- Pieloch-Babiarz A., *Wyniki ekonomiczne a atrakcyjność inwestycji w akcje spółek wypłacających dywidendę i nabywających akcje własne*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2017, nr 322, s. 151–167.
- Pieloch-Babiarz A., Sajnog A., *Analiza fundamentalna. Standing finansowy i wycena przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016.
- Pieloch-Babiarz A., Sajnog A., *Podstawy analizy fundamentalnej. Podejście strategiczne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016.
- Pierce B., O’Dea T., *Management Accounting Information and the Needs of Managers. Perceptions of Managers and Accountants Compared*, „The British Accounting Review” 2003, vol. 35, no. 3, s. 257–290.
- Piketty T., *Kapitał w XXI wieku*, tłum. A. Bilik, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa 2015.
- Pinto J.A., *How Comprehensive is Comprehensive Income? The Value Relevance of Foreign Currency Translation Adjustments*, „Journal of International Financial Management & Accounting” 2005, vol. 16, no. 2, s. 97–122.
- Polski Instytut Relacji Inwestorskich, *Relacje inwestorskie w Polsce. Wyniki ankiety przeprowadzonej przez PIRI, 2005–2006*, [http://i.wp.pl/a/f/pdf/9105/piri\\_2\\_new.pdf](http://i.wp.pl/a/f/pdf/9105/piri_2_new.pdf) (dostęp: 12.12.2019).
- Pomykalska B., Pomykalski P., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Poniatowska L., *Wpływ wyceny bilansowej na definiowanie i pomiar wyniku finansowego*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” 2013, nr 130, s. 113–130.
- Portela M.S., *Value and Quantity Data in Economic and Technical Efficiency Measurement*, „Economics Letters” 2014, vol. 124, no. 1, s. 108–112.

- Postrach K., *Transparentność informacyjna przedsiębiorstwa jako element kształtujący jego wartość*, [w:] E. Urbańczyk (red.), *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju*, Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2003, s. 961–966.
- Pratt S.P., Reilly R.F., *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Irwin Professional Publishing, Chicago 1996.
- Preißler R.P., *Betriebswirtschaftliche Kennzahlen. Formel, Aussagekraft, Sollwerte, Ermittlungsintervalle*, Oldenburg, München 2008.
- Prędko A., *Wykorzystanie dualnych programów liniowych w badaniu efektywności jednostek produkcyjnych metodą DEA*, „Przegląd Statystyczny” 2005, t. 52, nr 2, s. 57–72.
- Pronobis P., Zülch H., *The Predictive Power of Comprehensive Income and its Individual Components under IFRS*, „Problems and Perspectives in Management” 2011, vol. 9, no. 4, s. 72–88.
- Przybyłowski K. i in., *Marketing*, tłum. P. Gumola i in., Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1998.
- Raithatha M., Komera S., *Executive Compensation and Firm Performance: Evidence from Indian Firms*, „IIMB Management Review” 2006, vol. 28, no. 3, s. 160–169.
- Ramond O., Casta J.F., Lin S., *Value Relevance of Comprehensive Income and its Components: Evidence from Major European Capital Markets*, 2007, <https://basepub.dauphine.fr/handle/123456789/2814> (dostęp: 26.08.2020).
- Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, tłum. M. Nowak, WIG-Press, Warszawa 1999.
- Rawicki T., *Tworzenie wartości dla akcjonariuszy przez relacje inwestorskie*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2011, nr 4, s. 69–74.
- Rees L.L., Shane P.B., *Academic Research and Standard-Setting: The Case of Other Comprehensive Income*, „Accounting Horizons” 2012, vol. 26, no. 4, s. 789–815.
- Reisman G., *Kapitał i kapitalizm XXI wieku*, tłum. P. Nowakowski, Fijorr Publishing, Warszawa 2015.
- Richardson S., *Earnings Quality and Short Sellers*, „Accounting Horizons” 2003, vol. 17, supp., s. 49–61.
- Rogowski G., *Analiza i ocena działalności banków z wykorzystaniem metody DEA*, „Bank i Kredyt” 1996, nr 9, s. 41–48.
- Rogowski G., *Metody analizy i oceny działalności banku na potrzeby zarządzania strategicznego*, Wydawnictwo WSB, Poznań 1998.
- Rojek T., *Stymulanty procesów zmian wartości przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2011, nr 46, s. 609–623.
- Roll Y., Hayuth Y., *Port Performance Comparison Applying Data Envelopment Analysis (DEA)*, „Maritime Policy and Management” 1993, vol. 20, no. 2, s. 153–161.
- Roychowdhury S., *Earnings Management through Real Activities Manipulation*, „Journal of Accounting and Economics” 2006, vol. 42, no. 3, s. 335–370.

- Rozporządzenie (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 19 lipca 2002 r. w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości, Dz.U. UE L 243 z 11.09.2002.
- Rozporządzenie Komisji (WE) nr 1274/2008 z dnia 17 grudnia 2008 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1126/2008 przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do Międzynarodowego Standardu Rachunkowości (MSR) 1, Dz.U. UE L 339 z 18.12.2008.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 28 listopada 2001 r. w sprawie zakresu działania i sposobu organizacji Komitetu Standardów Rachunkowości, Dz.U. Nr 140, poz. 1580.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 29 marca 2018 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim, Dz.U., poz. 757.
- Rudny W., *Tworzenie i podział wartości – nowe tendencje*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2012, nr 55, s. 259–280.
- Rudolf S. i in., *Efektywny nadzór korporacyjny. Teoria praktyka*, PWE, Warszawa 2002.
- Rutkowski A., *Metody porównawcze w wycenach przedsiębiorstw na przykładzie spółek notowanych na GPW w Warszawie*, „Problemy Zarządzania” 2016, t. 14, nr 4, s. 57–73.
- Ryan T., Jacobs C., Hoboken N., *Using Investor Relations to Maximize Equity Valuation*, John Wiley & Sons, New York 2005.
- Saam N.C., *Asymmetry in Information versus Asymmetry in Power: Implicit Assumptions of Agency Theory?*, „The Journal of Socio-Economics” 2007, vol. 36, no. 6, s. 825–840.
- Sagan A., *Wartość dla klienta w układach rynkowych. Aspekty metodologiczne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Kraków 2011.
- Saghroun J., *Le résultat comptable: conception par les normalisateurs et perception par les analystes financiers*, „Comptabilité – Contrôle – Audit” 2003, vol. 9, no. 2, [za:] A. Prauliņš, V. Bratka, *An Analysis of Comprehensive Income as a Measure of Company Financial Performance*, „Science and Studies of Accounting and Finance. Problems and Perspectives” 2012, vol. 8, no. 1, s. 186–189.
- 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, s. 237–255.
- Sajnóg A., *Porównywalność i istotność pozostałego wyniku całkowitego w sprawozdaniach finansowych banków*, „Przegląd Organizacji” 2017, nr 7, s. 51–58.
- Sajnóg A., *Zysk zatrzymany a wartość rynkowa przedsiębiorstwa – ujęcie sektorowe*, [w:] J. Duraj (red.), *Problemy współczesnej analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007, s. 77–101.

- Samelak J., *Czy nowy model sprawozdania finansowego według MSSF jest sprawozdaniem ogólnego przeznaczenia?*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu” 2011, nr 174, s. 135–144.
- Samuelson P.A., Nordhaus W.D., *Ekonomia*, t. 1, tłum. H. i K. Hagemeyer, J. Czekaj, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1995.
- Sanbonmatsu D.M. et al., *Contextual Influences on Judgment Based on Limited Information*, „Organizational Behavior and Human Decision Processes” 1997, vol. 69, no. 3, s. 251–264.
- Sangajło R., Stronka D., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Komunikacji i Zarządzania, Poznań 2001.
- Say J.B., *Traité d'économie politique ou simple exposition de la manière dont se forment, se distribuent et se consomment les richesses*, Guillaumin, Paris 1841.
- Say J.B., *Wykład ekonomii politycznej, czyli proste wyluszczenie jak się tworzą, rozdzielają i spożywają bogactwa*, t. 2, tłum. D. Dzierożyński, Drukarnia Zawadzkiego i Węckiego Uprzywilejowanych Drukarzy i Księgarzy Dworu Królestwa Polskiego, Warszawa 1821.
- Schaberl P.D., Victoravich L.M., *Reporting Location and the Value Relevance of Accounting Information: The Case of Other Comprehensive Income*, „Advances in Accounting” 2005, vol. 31, no. 2, s. 239–246.
- Schanz G. von, *Der Einkommensbegriff und die Einkommensteuergesetze*, „Finanz-Archiv” 1896, Jg. 13, Hf. 1, s. 1–87.
- Schipper K., Vincent L., *Earnings Quality*, „Accounting Horizons” 2003, vol. 17, supp., s. 97–110.
- Schruff W., *Sprawozdawczość według MSSF – między prognozą przepływów pieniężnych a rozliczeniem się zarządu z powierzonych środków*, b. tłum., „Rachunkowość” 2012, nr 3, s. 18–22.
- Seiford L.M., Thrall R.A., *Recent Developments in DEA: The Mathematical Programming Approach to Frontier Analysis*, „Journal of Econometrics” 1990, vol. 46, no. 1–2, s. 7–38.
- Seitel F.P., *Public relations w praktyce*, tłum. M. Albigowski, J.F. Dąbrowski, A. Świątek, Felberg SJA, Warszawa 2003.
- Sell F.L., *Aktuelle Probleme der europäischen Wirtschaftspolitik*, Springer Gabler, Berlin 2019.
- Serrasqueiro Z. et al., *Are there Non-Linearities between SME Growth and its Determinants? A Quantile Approach*, „Industrial and Corporate Change” 2010, vol. 19, no. 4, s. 1071–1108.
- Sexton T., Silkman R., Hogan A., *Data Envelopment Analysis: Critique and Extensions*, [in:] R. Silkman (ed.), *Measuring Efficiency: An Assessment of Data Envelopment Analysis. New Directions for Program Evaluation*, Jossey-Bass, San Francisco 1986, s. 73–105.
- Sharpe W.F., *Investments*, Prentice Hall, London 1995.

- Sibilski W., *Zmodyfikowane modele Du Pont do analizy rentowności polskich przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2013, nr 64, t. 1, s. 257–268.
- Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Kraków 1999.
- Sierpińska M., *System raportowania wyników w controllingu operacyjnym*, Vizja Press & It, Warszawa 2007.
- Sierpińska M., Jachna T., *Metody podejmowania decyzji finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, wyd. 3 zm., Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009.
- Simon H.A., *Działanie administracji. Proces podejmowania decyzji w organizacjach administracyjnych*, tłum. K. Poznański, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1976.
- Skoczylas W., *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007.
- Skoczylas W., *Ocena przydatności dotychczas stosowanych mierników w zarządzaniu wartością firmy*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 274–286.
- Skoczylas W., *Wartość przedsiębiorstwa w systemie jego oceny*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 1998.
- Skoczylas W., Niemiec A., *Czynniki wzrostu wartości spółek giełdowych w świetle badań empirycznych – podejście deterministyczne*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, t. 5, Novum, Płock–Łódź 2004, s. 134–152.
- Skrzypek E., *Efektywność działań w TQM – koszty jakości*, „Problemy Jakości” 1999, t. 31, nr 7, s. 5–13.
- Skrzypek S.T., *Pojęcie kapitału w literaturze*, nakładem Towarzystwa Naukowego, Lwów 1939.
- Skrzywan S., *Teoretyczne podstawy rachunkowości*, PWE, Warszawa 1971.
- Skrzywan S. (red. nauk.), *Mała encyklopedia rachunkowości*, Polskie Wydawnictwa Gospodarcze, Warszawa 1959.
- Sloan R.G., *Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?*, „The Accounting Review” 1996, vol. 71, no. 3, s. 289–315.
- Ślawiński A., *Rola inwestorów instytucjonalnych, banków i funduszy arbitrażowych w rozwoju globalnego rynku finansowego*, „Zeszyty Naukowe. Szkoła Główna Handlowa w Warszawie. Kolegium Gospodarki Światowej” 2007, nr 21, s. 42–57.
- Smith A., *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, tłum. S. Wolff, O. Einfeld, Z. Sadowski, wyd. 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Smith B.P., *Introductory Financial Accounting and Reporting*, Open University Press, Maidenhead 2010.
- Smith P.A., Tse S., *Reporting Comprehensive Income: Does It Really Affect Stock Prices?*, „The Journal of Corporate Accounting & Finance” 1998, vol. 9, no. 4, s. 75–86.

- Soderstrom N., Sun K., *IFRS Adoption and Accounting Quality: A Review*, „European Accounting Review” 2007, vol. 16, no. 4, s. 675–702.
- Sokół A. i in., *Analiza sprawozdań finansowych: wybrane zagadnienia*, CeDeWu, Warszawa 2010.
- Sombart W., *Der moderne Kapitalismus. Historisch-systematische Darstellung des gesamteuropäischen Wirtschaftslebens von seinen Anfängen bis zur Gegenwart*, Bd. 1–2, Duncker & Humblot, Leipzig 1902.
- Soo B., Soo L., *Accounting for the Multinational Firm: Is the Translation Process Valued by the Stock Market*, „The Accounting Review” 1994, vol. 69, no. 4, s. 617–637.
- Soto H. de, *Tajemnica kapitału: dlaczego kapitalizm triumfuje na Zachodzie a zawodzi gdzie indziej*, tłum. S. Czarnik, wyd. 2, Fijor Publishing, Chicago–Warszawa 2007.
- Spence M.A., *Job Market Signaling*, „The Quarterly Journal of Economics” 1973, vol. 87, no. 3, s. 355–374.
- Spence M.A., *Market Signaling*, Harvard University Press, Cambridge 1974.
- Spohr J., *Essays on Earnings Management*, Swedish School of Economics and Business Administration, Helsingfors 2005.
- Spremann K., *Finanzanalyse und Unternehmensbewertung*, Oldenbourg, München–Wien 2002.
- Stanisz A., *Przystępny kurs statystyki z zastosowaniem Statistica PL na przykładach z medycyny*, t. 1, StatSoft Polska, Kraków 2006.
- Stańczyk S., *Triangulacja – łączenie metod badawczych i urzetelnienie badań*, [w:] W. Czakon (red.), *Podstawy metodologii badań w naukach o zarządzaniu*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011, s. 243–265.
- Stark A.W., *Linear Information Dynamics, Dividend Irrelevance, Corporate Valuation and the Clean Surplus Equation*, „Accounting and Business Research” 1999, vol. 27, no. 3, s. 219–228.
- Stępień K., *Rentowność a wypłacalność przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2008.
- Stoner J.A.F., Freeman R.E., Gilbert D.R., *Kierowanie*, tłum. A. Ehrlich, wyd. 2 zm., PWE, Warszawa 2001.
- Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, *Ogólnopolskie Badanie Inwestorów – OBI 2019*, 2019, <https://www.sii.org.pl/865/edukacja/badania-i-rankingi.html#ak865> (dostęp: 12.12.2019).
- Strack R., Villis U., *RAVE™. Die nächste Generation im Shareholder Value Management*, „Zeitschrift für Betriebswirtschaft” 2001, Bd. 71, Nr. 1, s. 67–84.
- Strojny M., *Jak identyfikować i mierzyć niewidoczne zasoby przedsiębiorstwa? Zastosowanie metody The Value Explorer*, „E-mentor” 2017, nr 5, s. 52–58.
- Sudgen R., *Correspondence of Sentiments: An Explanation of the Pleasure of Social Interaction*, [in:] L. Bruni, P.L. Porta (ed.), *Economics and Happiness*, Oxford University Press, Oxford 2005, s. 91–115.
- Szablewski A., *Strategie wzrostu wartości firmy*, Poltext, Warszawa 2000.



- Szablewski A., *Zarządzanie wartością firmy. Istota i kierunki ewolucji*, [w:] A. Szablewski (red.), *Strategie wzrostu wartości firmy. Studium przypadków*, Poltext, Warszawa 2000, s. 13–38.
- Szablewski A., Tuzimek R. (red. nauk.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2004.
- Szablewski A., Pniewski K., Bartoszewicz B., *Value Based Management. Konceptje, narzędzia, przykłady*, Poltext, Warszawa 2008.
- Szczepański J., *Elementarne pojęcia socjologii*, wyd. 2, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1970.
- Szczęsny W. (red. nauk.), *Finanse firmy. Jak zarządzać kapitałem*, C.H. Beck, Warszawa 2003.
- Szewc M., *Czy inwestorzy doceniają sprawozdanie finansowe?*, „Rachunkowość” 2009, nr 9, s. 24–26.
- Sztompka P., *Zaufanie. Fundament społeczeństwa*, Znak, Kraków 2007.
- Szychta A., *Dochody całkowite w sprawozdaniach finansowych największych spółek notowanych na GPW w Warszawie*, „Acta Universitatis Lodzianis. Folia Oeconomica” 2012, nr 263, s. 65–88.
- Szychta A., *Pomiar i prezentowanie wyniku całościowego spółki kapitałowej w sprawozdaniu finansowym*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2010, t. 59, nr 115, s. 117–142.
- Szychta A., *Wynik całościowy w sprawozdaniach finansowych spółek publicznych*, [w:] I. Sobańska, M. Turzyński (red.), *Rachunkowość, audyt i kontrola w zarządzaniu*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2011, s. 81–108.
- Szychta A., Rosa de la D., *Comprehensive Income Presentation under IAS 1: The Reporting Practices of the Largest Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2012, t. 68, nr 124, s. 121–145.
- Szydło M., *Konkurencja regulacyjna w prawie spółek*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2008.
- Szymańska E., *Efektywność przedsiębiorstw – definiowanie i pomiar*, „Roczniki Nauk Rolniczych” 2010, t. 97, z. 2, s. 152–164.
- Szyszk A., *Behavioral Finance and Capital Markets. How Psychology Influences Investors and Corporations*, Palgrave Macmillan, New York 2013.
- Śliwa J., Wymysłowski S., *Podstawowe czynniki kreujące wartość przedsiębiorstwa*, CeDeWu, Warszawa 2001.
- Śnieżek E., *Sprawozdawczość przepływów pieniężnych – krytyczna ocena i propozycja modelu*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.
- Świdarska G., Więclaw W. (red. nauk.), *Sprawozdanie finansowe według polskich i międzynarodowych standardów rachunkowości*, wyd. 2, Difin, Warszawa 2012.
- Tarca A., *Discussion of Isidro, O’Hanlon, and Young*, „Abacus” 2006, vol. 42, no. 3–4, s. 345–353.
- Tatarkiewicz W., *Parerga*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1978.

- Taylor E., *Historia rozwoju ekonomiki*, t. 1, b. tłum., Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Poznań 1957.
- Taylor E., *Historia rozwoju ekonomiki*, t. 2, b. tłum., Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Poznań 1958.
- Thanassoulis E., *Introduction to the Theory and Application of Data Envelopment Analysis: A Foundation Text with Integrated Software*, Kluwer Academic Publishers, Norwell 2001.
- Thanassoulis E., Dyson R.G., *Estimating Preferred Target Input-Output Levels Using Data Envelopment Analysis*, „European Journal of Operational Research” 1992, vol. 56, no. 1, s. 80–97.
- Thinggaard F. et al., *Performance Reporting – The IASB’s Proposed Formats of Financial Statements in the Exposure Draft of IAS 1*, „Accounting in Europe” 2006, vol. 3, no. 1, s. 35–63.
- Tidline T., *Information Overload*, [in:] A. Kent, C.M. Hall (ed.), *Encyclopedia of Library and Information Science*, vol. 72, supp. 35, Marcel Dekker, New York–Basel 2002, s. 217–234.
- Transparency requirements for listed companies, 2018, [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/transparency-requirements-listed-companies\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/transparency-requirements-listed-companies_en) (dostęp: 1.08.2019).
- Trąmpczyński W., *Pojęcie kapitału*, „Poznańskie Prace Ekonomiczne” 1937, nr 24, s. 1–151.
- Trzpiot G., *Rozważania o p-value*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2016, nr 304, s. 58–67.
- Tsuji C., *Comprehensive Income and Stock Return: Evidence from the Tokyo Stock Exchange*, „Journal of Management and Sustainability” 2013, vol. 3, no. 3, s. 142–147.
- Turgot A.R.J., *Réflexions sur la formation et la distribution des richesses*, Paris 1766, <https://play.google.com/books/reader?id=4b7XAAAAMAAJ&hl=pl&pg=GBS.PA3> (dostęp: 26.08.2020).
- Turktas B. et al., *Reporting Comprehensive Income: Reasons for Reporting Choices and Investor Reactions*, „International Journal of Economics and Finance” 2003, vol. 5, no. 4, s. 1–20.
- Turyna J., *Informacje dla procesów decyzyjnych*, [w:] J. Kisielnicki, J. Turyna (red.), *Decyzyjne systemy zarządzania*, Difin, Warszawa 2012, s. 137–167.
- Turyna J., *Rachunkowość finansowa*, wyd. 4, C.H. Beck, Warszawa 2014.
- Turyna J., *Standardy rachunkowości: MSR-US GAAP – polskie ustawodawstwo*, Difin, Warszawa 2003.
- Turzyński M., *Koncepcje zysku w retrospektywnym ujęciu Mejera Lichtensztejna*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica” 2011, nr 249, s. 267–281.
- Tuttle C.A., *The Real Capital Concept*, „Quarterly Journal of Economics” 1903, vol. 18, no. 1, s. 54–96.
- Usarkiewicz P., *Relacje inwestorskie – klasyfikacja instrumentów w zależności od adresatów*, „Problemy Zarządzania” 2003, nr 1, s. 113–121.

- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny, Dz.U. Nr 16, poz. 16, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych, Dz.U. Nr 80, poz. 350.
- Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, Dz.U. Nr 21, poz. 86, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. Nr 121, poz. 591, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe, Dz.U. Nr 140, poz. 939, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz.U. Nr 94, poz. 1037.
- Ustawa z dnia 27 sierpnia 2004 r. o zmianie ustawy o rachunkowości oraz o zmianie ustawy o biegłych rewidentach i ich samorządzie, Dz.U. Nr 213, poz. 2155.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. Nr 183, poz. 1538, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. Nr 184, poz. 1539, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 6 marca 2018 r. Prawo przedsiębiorców, Dz.U., poz. 646.
- Varmaz A., *Effizienzanalyse deutscher Banken mit Data Envelopment Analysis und Stabilitätsanalysen*, [in:] H.D. Haasich, H. Kopfer, J. Schönberger (hrsg.), *Operations Research Proceedings 2005*, Selected Papers of the Annual International Conference of the German Operations Research Society (GOR), Bremen, Germany, September 7–9, 2005, Springer-Verlag, Berlin–Heidelberg 2006, s. 235–240.
- Voigt J.F., *Unternehmensbewertung und Potentialanalyse. Chancen und Risiken von Unternehmen treffsicher bewerten*, Gabler, Wiesbaden 1990.
- Wagenhofer A., Ewert R., *Externe Unternehmensrechnung*, Springer, Berlin 2003.
- Walińska E., *Bilans jako fundament sprawozdawczości finansowej*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2009.
- Walińska E., „Kroki milowe” w rozwoju polskiej regulacji rachunkowości w warunkach gospodarki rynkowej, [w:] I. Sobańska, P. Kabalski (red.), *Współczesne nurty badawcze w rachunkowości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 221–243.
- Walińska E., *Przychody rozliczane w czasie w świetle koncepcji wyniku całościowego*, [w:] A. Karmańska (red.), *Nauka o rachunkowości na progu gospodarki opartej na wiedzy*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013, s. 647–662.
- Walińska E., *Rachunkowość i sprawozdawczość finansowa w warunkach globalnego rynku*, [w:] E. Walińska i in., *Sprawozdanie finansowe według MSSF. Zasady prezentacji i ujawniania informacji*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011, s. 19–22.
- Walińska E., *Wynik całościowy w sprawozdaniu finansowym. Jak go rozumieć?*, „Przegląd Organizacji” 2012, nr 12, s. 38–42.
- Walińska E. (red. nauk.), *Rachunkowość finansowa: ujęcie sprawozdawcze i ewidencyjne*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2014.

- Walińska E. (red. nauk.), *Rachunkowość i sprawozdawczość finansowa*, wyd. 10, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2019.
- Walińska E., Gad J., *Cele, podstawowe założenia oraz cechy jakościowe sprawozdań finansowych*, [w:] E. Walińska i in., *Sprawozdanie finansowe według MSSF. Zasady prezentacji i ujawniania informacji*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011, s. 50–59.
- Walińska E., Jurewicz A., *Ewolucja sprawozdania finansowego w wymiarze międzynarodowym*, [w:] E. Walińska i in., *Sprawozdanie finansowe według MSSF. Zasady prezentacji i ujawniania informacji*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011, s. 23–30.
- Walters D., *The Implications of Shareholder Value Planning and Management for Logistics Decision Making*, „International Journal of Physical Distribution & Logistics Management” 1999, vol. 29, no. 4, s. 240–258.
- Wang Y., Buijink W., Eken R., *The Value Relevance of Dirty Surplus Accounting Flows in the Netherlands*, „The International Journal of Accounting” 2006, vol. 41, no. 4, s. 387–405.
- Waśniewski T., Skoczylas W., *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002.
- Welfe A., *Ekonometria. Metody i ich zastosowanie*, wyd. 4 zm., PWE, Warszawa 2008.
- Wędzki D., *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, Oficyna Ekonomiczna, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2006.
- Wędzki D., *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego według polskiego prawa bilansowego*, wyd. 3, Wydawnictwo Nieoczywiste, Warszawa 2019.
- Wilcoxon F., *Individual Comparisons by Ranking Methods*, „Biometrics Bulletin” 1945, vol. 1, no. 6, s. 80–83.
- Wiszniewski Z., *Wybrane zagadnienia teorii przedsiębiorstwa*, [w:] M. Bednarski, J. Wilkin (red.), *Ekonomia dla prawników i nie tylko*, wyd. 3, Wydawnictwo Prawnicze LexisNexis, Warszawa 2007, s. 64–102.
- Woźniak K., *Narzędzia analityczne w naukach ekonomicznych*, Wydawnictwo Mfiles.pl, Kraków 2015.
- Woźniak-Sobczak B., *Funkcje kapitału w strategicznym zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2005.
- Wójtowicz P., *Czy wynik całościowy jest potrzebny rynkowi kapitałowemu?*, [w:] I. Sobańska, T. Wnuk-Pel (red.), *Rachunkowość w procesie tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009, s. 155–165.
- Wrzosek S., *Decyzje strategiczne i bieżące a wartość przedsiębiorstwa*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, t. 2, Novum, Płock–Łódź 2001, s. 26–32.
- Wrzosek S., *Znaczenie efektywności ekonomicznej w procesach decyzyjnych przedsiębiorstw*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu” 2005, nr 1060, s. 459–462.

- Yamina A., Mohamed B., *The Impact of Firm Performance on Executive Compensation in France*, „Mediterranean Journal of Social Sciences” 2017, vol. 8, no. 2, s. 62–69.
- Yen A.C., Hirst D.E., Hopkins P.E., *A Content Analysis of the Comprehensive Income Exposure Draft Comment Letters*, „Research in Accounting Regulation” 2007, vol. 19, s. 53–79.
- Yu K., *Does Recognition versus Disclosure Affect Value Relevance? Evidence from Pension Accounting*, „The Accounting Review” 2013, vol. 88, no. 3, s. 1095–1127.
- Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.
- Zielonka P., *Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*, CeDeWu, Warszawa 2006.
- Żwirbla A., *Teoretyczne podstawy metod deterministycznych*, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń 2015.

# Spis tabel

Tabela 1.1. Poglądy na temat kapitału wybranych przedstawicieli myśli ekonomicznej	20
Tabela 1.2. Przegląd wybranych definicji kapitału we współczesnej literaturze ekonomicznej	27
Tabela 1.3. Wybrane mierniki zysku przedsiębiorstwa	37
Tabela 1.4. Postrzeganie wartości według różnych ujęć	45
Tabela 2.1. Charakterystyka współczesnych koncepcji zysku	51
Tabela 2.2. Charakterystyka tradycyjnego i współczesnego podejścia do definiowania oraz pomiaru wyniku finansowego	57
Tabela 2.3. Przegląd pozycji pozostałego wyniku całkowitego według MSR	66
Tabela 2.4. Możliwość przeklasyfikowania komponentów pozostałego wyniku całkowitego na wynik finansowy	68
Tabela 2.5. Elastyczność w sposobie prezentacji wyniku całkowitego	71
Tabela 2.6. Porównanie projektu prezentacji wyniku całkowitego z ostatecznym standardem	72
Tabela 2.7. Przykładowa struktura pozostałego wyniku całkowitego	73
Tabela 2.8. Warianty kształtowania się podstawowych pozycji sprawozdania z wyniku całkowitego	74
Tabela 3.1. Podział informacji dostarczanych w procesie podejmowania decyzji	79
Tabela 3.2. Typologie decyzji ekonomicznych (gospodarczych)	81
Tabela 3.3. Ewolucja cech jakościowych sprawozdań finansowych w regulacjach Rady Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (IASB)	93
Tabela 3.4. Ustawowe warunki stosowania Międzynarodowych Standardów Rachunkowości w Polsce	100
Tabela 3.5. Międzysektorowa struktura spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych (stan na 1 października 2019 roku)	103
Tabela 3.6. Zmiany decyzji spółek giełdowych w zakresie stosowania Międzynarodowych Standardów Rachunkowości w latach 2009–2018	104
Tabela 3.7. Międzysektorowa struktura spółek w zakresie stosowania Międzynarodowych Standardów Rachunkowości w latach 2009–2018	105
Tabela 3.8. Zmiany formy prezentacji sprawozdania z wyniku całkowitego dokonywane przez spółki giełdowe w latach 2009–2018	107

Tabela 3.9. Międzysektorowe zróżnicowanie formy prezentacji sprawozdania z wyniku całkowitego spółek giełdowych w latach 2009–2018	108
Tabela 3.10. Układ sprawozdania z wyniku całkowitego spółki PKOBP za 2019 rok	110
Tabela 3.11. Określenia na <i>comprehensive income</i> stosowane przez spółki giełdowe w latach 2009–2018	114
Tabela 3.12. Różnorodne tłumaczenia określenia <i>statement of comprehensive income</i> stosowane przez spółki giełdowe w latach 2009–2018	115
Tabela 3.13. Zmiany w nazewnictwie <i>sprawozdania z wyniku całkowitego</i> dokonywane przez spółki giełdowe w latach 2009–2018	117
Tabela 3.14. Zmiany w nazewnictwie <i>rachunku zysków i strat</i> dokonywane przez spółki giełdowe w latach 2009–2018	122
Tabela 3.15. Zmiany w nazewnictwie <i>pozostałego wyniku całkowitego</i> dokonywane przez spółki giełdowe w latach 2009–2018	123
Tabela 3.16. Pojedyncze, indywidualnie stosowane przez spółki giełdowe określenia na <i>revaluation of property, plant, equipment and intangible assets</i> w latach 2009–2018	125
Tabela 3.17. Pojedyncze, indywidualnie stosowane przez spółki giełdowe określenia na <i>actuarial gains or losses on defined benefit pension obligations</i> w latach 2009–2018	127
Tabela 3.18. Pojedyncze, indywidualnie stosowane przez spółki giełdowe określenia na <i>foreign currency translation adjustments</i> w latach 2009–2018	129
Tabela 3.19. Pojedyncze, indywidualnie stosowane przez spółki giełdowe określenia na <i>gains or losses on re-measuring available-for-sale financial assets</i> w latach 2009–2018	130
Tabela 3.20. Pojedyncze, indywidualnie stosowane przez spółki giełdowe określenia na <i>effective portion of gains or losses on hedging instruments in a cash flow hedge</i> w latach 2009–2018	133
Tabela 4.1. Zalety wyniku całkowitego jako miernika efektywności ekonomicznej (w porównaniu z wynikiem finansowym netto)	142
Tabela 4.2. Wady wyniku całkowitego jako miernika efektywności ekonomicznej (w porównaniu z wynikiem finansowym netto)	146
Tabela 4.3. Argumenty zwolenników wyniku całkowitego jako nośnika wartości rynkowej	152
Tabela 4.4. Argumenty przeciwników wyniku całkowitego jako nośnika wartości rynkowej	155
Tabela 4.5. Zdolności predykcyjne wyniku całkowitego – rezultaty badań	158
Tabela 4.6. Słabości predykcyjne wyniku całkowitego – rezultaty badań	160
Tabela 4.7. Międzysektorowe zróżnicowanie kształtowania się CI względem NI badanych spółek w latach 2009–2018	164
Tabela 4.8. Statystyki opisowe CI i NI (w mln zł) za lata 2009–2018 na próbie 349 spółek	165

Tabela 4.9. Statystyki opisowe CI i NI (w mln zł) za lata 2009–2018 na próbie 205 spółek	167
Tabela 4.10. Średnie wartości CI i NI (w mln zł) w podziale na sektory w latach 2009–2018 na próbie 205 spółek	170
Tabela 4.11. Statystyki opisowe komponentów OCI (w mln zł) za lata 2009–2018	174
Tabela 4.12. Średnie wartości komponentów OCI (w mln zł) w podziale na sektory w latach 2009–2018	174
Tabela 5.1. Przykładowe potrzeby informacyjne beneficjentów sprawozdań finansowych	180
Tabela 5.2. Struktura próby badawczej pod względem płci i wieku	188
Tabela 5.3. Porównanie rozkładu badanej populacji według wieku i płci	189
Tabela 5.4. Struktura próby badawczej ze względu na doświadczenie inwestycyjne	190
Tabela 5.5. Narzędzia wykorzystywane przez respondentów przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych	197
Tabela 5.6. Ocena przydatności wskaźników giełdowych dla podejmowania decyzji inwestycyjnych	198
Tabela 5.7. Ocena przydatności wskaźników finansowych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych	200
Tabela 5.8. Ocena częstotliwości wykorzystywania raportów rocznych spółek przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych	204
Tabela 5.9. Ocena znaczenia sprawozdań finansowych w procesach decyzyjnych respondentów	206
Tabela 5.10. Ocena znaczenia raportów bieżących i okresowych w procesach decyzyjnych inwestorów indywidualnych w Ogólnopolskim Badaniu Inwestorów w latach 2011–2019	210
Tabela 5.11. Ocena implementacji sprawozdania z wyniku całkowitego do praktyki spółek giełdowych (liczba wskazań)	213
Tabela 5.12. Ocena użyteczności komponentów pozostałego wyniku całkowitego dla poszczególnych grup odbiorców sprawozdań finansowych	218
Tabela 5.13. Analiza porównawcza użyteczności wyniku całkowitego i wyniku netto według wszystkich respondentów	222
Tabela 6.1. Przykładowe księgowe, finansowe i rynkowe mierniki efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa	234
Tabela 6.2. Ogólna klasyfikacja modeli DEA	240
Tabela 6.3. Wpływ OCI na wyniki finansowe badanych spółek w latach 2009–2018	245
Tabela 6.4. Wpływ OCI na wyniki finansowe badanych spółek w podziale na sektory w latach 2009–2018	247
Tabela 6.5. Statystyki opisowe wskaźnika OCI/CI za lata 2009–2018	248
Tabela 6.6. Międzysektorowe porównanie średnich wskaźników OCI/CI w latach 2009–2018	250



Tabela 6.7. Średnie wielkości RoA(CI) i RoA(NI) w badanych sektorach w latach 2009–2018	252
Tabela 6.8. Statystyki opisowe RoA(CI) i RoA(NI) za lata 2009–2018	253
Tabela 6.9. Miary devRoA(CI) i devRoA(NI) w badanych sektorach w latach 2009–2018	254
Tabela 6.10. Wyniki testu rangowanych znaków Wilcozona dla devRoA(CI) i devRoA(NI)	255
Tabela 6.11. Statystyki opisowe RoA(OCI) za lata 2009–2018	255
Tabela 6.12. Średnie wielkości RoA(OCI) w badanych sektorach w latach 2009–2018	256
Tabela 6.13. Współczynniki korelacji między RoA(OCI) i RoA(CI)	257
Tabela 6.14. Statystyki opisowe RoE(CI) i RoE(NI) za lata 2009–2018	259
Tabela 6.15. Średnie wielkości RoE(CI) i RoE(NI) w badanych sektorach w latach 2009–2018	259
Tabela 6.16. Miary devRoE(CI) i devRoE(NI) w badanych sektorach w latach 2009–2018	260
Tabela 6.17. Wyniki testu rangowanych znaków Wilcozona dla devRoE(CI) i devRoE(NI)	261
Tabela 6.18. Statystyki opisowe RoE(OCI) za lata 2009–2018	261
Tabela 6.19. Średnie wielkości RoE(OCI) w badanych sektorach w latach 2009–2018	262
Tabela 6.20. Współczynniki korelacji między RoE(OCI) i RoE(CI)	263
Tabela 6.21. Struktura badanych spółek ze względu na charakter odchyień cząstkowych i łącznych w ujęciu międzysektorowym w latach 2009–2018	273
Tabela 6.22. Średnie wielkości odchyień cząstkowych i łącznych w analizie rentowności RoE(CI) w latach 2009–2018	274
Tabela 6.23. Nakłady i efekty w modelu DEA	276
Tabela 6.24. Struktura spółek na podstawie wielkości współczynników efektywności DEA w latach 2009–2018	279
Tabela 7.1. Nośniki wartości przedsiębiorstwa według Alfreda Rappaporta	292
Tabela 7.2. Nośniki wartości przedsiębiorstwa i sposoby jej podwyższania	295
Tabela 7.3. Źródła wartości przedsiębiorstwa z perspektywy rachunkowości finansowej	297
Tabela 7.4. Nośniki wartości przedsiębiorstwa i kryteria ich pomiaru	298
Tabela 7.5. Istotność nośników wartości w niemieckich spółkach giełdowych według opinii respondentów (w nawiasie liczba wskazań)	299
Tabela 7.6. Miary corrRoA(CI) i corrRoA(NI) dla badanych spółek w podziale na sektory w latach 2009–2018	307
Tabela 7.7. Wyniki testu rangowanych znaków Wilcozona i corrRoA(CI) oraz corrRoA(NI)	308
Tabela 7.8. Macierz korelacji między $RoA(CI)_t$ a $RoA(CI)_{t+1}$ , $RoA(NI)_t$ a $RoA(NI)_{t+1}$ i $RoA(OCI)_t$ a $RoA(OCI)_{t+1}$	309

Tabela 7.9. Wyniki estymacji modeli M1–M4	310
Tabela 7.10. Przykładowe wewnętrzne i zewnętrzne wskaźniki rynku kapitałowego	313
Tabela 7.11. Statystyki opisowe wskaźników MC i EV badanych spółek giełdowych za lata 2009–2018	316
Tabela 7.12. Statystyki opisowe wskaźników P/E i B/BV za lata 2009–2018	318
Tabela 7.13. Średnie wielkości wskaźników MC, EV, P/E, P/BV badanych spółek w podziale na sektory w latach 2009–2018	319
Tabela 7.14. Modele zależności między wartością rynkową a wynikami finansowymi	325
Tabela 7.15. Statystyki opisowe badanych zmiennych w modelach M1–M4 za lata 2009–2018	326
Tabela 7.16. Macierz korelacji między badanymi zmiennymi w modelach wartości rynkowej M1–M4	327
Tabela 7.17. Wyniki estymacji modeli M1–M4	329
Tabela 7.18. Modele zależności między wartością rynkową a komponentami wyniku całkowitego	331
Tabela 7.19. Macierz korelacji między badanymi zmiennymi	332
Tabela 7.20. Wyniki estymacji modeli M5–M8	333
Tabela 7.21. Modele wartości predykcyjnej wyników finansowych CI i NI	339
Tabela 7.22. Statystyki opisowe OCF (w mln zł) i RoA(OCF) za lata 2009–2018	341
Tabela 7.23. Macierz korelacji między badanymi zmiennymi w modelach predykcyjnych M1–M6	343
Tabela 7.24. Wyniki estymacji modeli predykcyjnych M1–M6	344
Tabela 7.25. Modele wartości predykcyjnej komponentów wyniku całkowitego	346
Tabela 7.26. Macierz korelacji między badanymi zmiennymi w modelach predykcyjnych M7–M14	348
Tabela 7.27. Wyniki estymacji modeli predykcyjnych M7–M10	349
Tabela 7.28. Wyniki estymacji modeli predykcyjnych M11–M14	350



# Spis rysunków

Rysunek 1.1. Główne koncepcje kapitału	25
Rysunek 2.1. Struktura koncepcji zysku według Mejera Lichtensztejna	51
Rysunek 2.2. Koncepcja wyniku całkowitego przedsiębiorstwa	61
Rysunek 2.3. Prezentacje zmian w kapitale własnym wynikające z implementacji koncepcji wyniku całkowitego	62
Rysunek 2.4. Struktura wyniku całkowitego przedsiębiorstw	64
Rysunek 2.5. Komponenty pozostałego wyniku całkowitego	65
Rysunek 2.6. Ewolucja w sposobie sporządzania sprawozdań finansowych przedsiębiorstwa	69
Rysunek 2.7. Dualne podejście do prezentacji sprawozdania z wyniku całkowitego	71
Rysunek 3.1. Asymetria informacji a wartość rynkowa spółki giełdowej	87
Rysunek 3.2. Korzyści wynikające z relacji inwestorskich w spółce giełdowej	87
Rysunek 3.3. Najważniejsze cechy jakościowe informacji w sprawozdaniach finansowych	92
Rysunek 3.4. Liczba i struktura spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w podziale na krajowe i zagraniczne (stan na 1 października 2019 roku)	102
Rysunek 3.5. Praktyka sprawozdawcza spółek giełdowych w Polsce w latach 2009–2018 (ich liczba i udział w %)	104
Rysunek 3.6. Forma prezentacji sprawozdania z wyniku całkowitego spółek giełdowych w latach 2009–2018 (ich liczba i udział w %)	107
Rysunek 3.7. Praktyka prezentacji podatku dochodowego w sprawozdaniu z wyniku całkowitego spółek giełdowych w latach 2009–2018 (ich liczba i udział w %)	109
Rysunek 3.8. Różnorodność w nazewnictwie <i>rachunku zysków i strat</i> stosowanym przez spółki giełdowe w latach 2009–2018 (ich liczba i udział w %)	121
Rysunek 3.9. Określenia na <i>pozostały wynik całkowity</i> stosowane przez badane spółki w latach 2009–2018 (ich liczba i udział w %)	122
Rysunek 3.10. Główne określenia na <i>revaluation of property, plant, equipment and intangible assets</i> stosowane przez badane spółki w latach 2009–2018 (ich liczba i udział w %)	125

Rysunek 3.11. Główne określenia na <i>actuarial gains or losses on defined benefit pension obligations</i> stosowane przez badane spółki w latach 2009–2018 (ich liczba i udział w %)	126
Rysunek 3.12. Główne określenia na <i>foreign currency translation adjustments</i> stosowane przez badane spółki w latach 2009–2018 (ich liczba i udział w %)	129
Rysunek 3.13. Główne określenia na <i>gains or losses on re-measuring available-for-sale financial assets</i> stosowane przez badane spółki w latach 2009–2018 (ich liczba i udział w %)	130
Rysunek 3.14. Główne określenia na <i>effective portion of gains or losses on the hedging instruments in a cash flow hedge</i> stosowane przez badane spółki w latach 2009–2018 (ich liczba i udział w %)	132
Rysunek 3.15. Decyzje w zakresie nomenklatury komponentów pozostałego wyniku całkowitego podejmowane przez spółki w latach 2009–2018	134
Rysunek 4.1. Porównanie wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto spółek giełdowych w Polsce w latach 2009–2018 (ich liczba i udział w %)	163
Rysunek 4.2. Struktura spółek prezentujących składniki OCI w podziale na liczbę okresów badawczych w latach 2009–2018	164
Rysunek 4.3. Rozkład wartości CI i NI w latach 2009–2018 na próbie 349 spółek	166
Rysunek 4.4. Kształtowanie się średnich wartości CI i NI w latach 2009–2018 na próbie 349 spółek	166
Rysunek 4.5. Rozkład wartości CI i NI w latach 2009–2018 na próbie 205 spółek	168
Rysunek 4.6. Kształtowanie się średnich wartości CI i NI w latach 2009–2018 na próbie 205 spółek	169
Rysunek 4.7. Struktura spółek wykazujących poszczególne pozycje OCI w latach 2009–2018	171
Rysunek 4.8. Struktura spółek prezentujących komponenty OCI w podziale na sektory w latach 2009–2018	172
Rysunek 4.9. Kształtowanie się średnich wartości PENS, AFS i HEDGE w latach 2009–2018	173
Rysunek 4.10. Kształtowanie się średnich wartości REV i FOREX w latach 2009–2018	173
Rysunek 5.1. Główni beneficjenci informacji o wynikach finansowych przedsiębiorstwa	179
Rysunek 5.2. Doświadczenie inwestycyjne inwestorów indywidualnych w ich ocenie	192
Rysunek 5.3. Doświadczenie inwestycyjne inwestorów instytucjonalnych w ich ocenie	192
Rysunek 5.4. Doświadczenie inwestycyjne analityków giełdowych w ich ocenie	193
Rysunek 5.5. Ocena doświadczenia inwestycyjnego respondentów w ramach Ogólnopolskiego Badania Inwestorów w latach 2009–2019	194
Rysunek 5.6. Determinanty decyzji inwestycyjnych respondentów	196

Rysunek 5.7. Ocena wykorzystania wskaźników giełdowych spółek przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych	198
Rysunek 5.8. Ocena wykorzystania wskaźników finansowych spółek przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych	199
Rysunek 5.9. Ocena użyteczności wybranych informacji o spółkach przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych	201
Rysunek 5.10. Ocena przydatności elementów raportu rocznego spółki przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych	203
Rysunek 5.11. Ocena przydatności sprawozdań finansowych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych	205
Rysunek 5.12. Kluczowe cechy jakościowe sprawozdań finansowych w opinii respondentów	208
Rysunek 5.13. Kluczowe trudności w analizowaniu sprawozdań finansowych spółek przez respondentów	209
Rysunek 5.14. Ocena poziomu wiedzy i doświadczenia w zakresie sprawozdań sporządzanych według Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej	212
Rysunek 5.15. Ocena użyteczności wyniku całkowitego dla pełniejszego zrozumienia i poprawnej analizy wyników finansowych spółek akcyjnych	215
Rysunek 5.16. Ocena wykorzystania wyniku całkowitego w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych	216
Rysunek 5.17. Ocena wykorzystania wyniku całkowitego w szacowaniu wskaźników finansowych	216
Rysunek 5.18. Ocena użyteczności wyniku całkowitego dla poszczególnych grup odbiorców sprawozdań finansowych	217
Rysunek 5.19. Analiza porównawcza użyteczności wyniku całkowitego i wyniku netto według inwestorów indywidualnych	220
Rysunek 5.20. Analiza porównawcza za użyteczności wyniku całkowitego i wyniku netto według inwestorów instytucjonalnych	221
Rysunek 5.21. Analiza porównawcza użyteczności wyniku całkowitego i wyniku netto według analityków giełdowych	222
Rysunek 6.1. Struktura relacji między OCI a CI w badanej próbie w latach 2009–2018	249
Rysunek 6.2. Kształtowanie się średnich wskaźników OCI/CI w latach 2009–2018	249
Rysunek 6.3. Udział komponentów OCI w CI w latach 2009–2018	251
Rysunek 6.4. Wynik całkowity na tle determinant rentowności kapitału własnego (piramida Du Ponta)	268
Rysunek 6.5. Struktura badanych spółek ze względu na charakter odchyleń cząstkowych i łącznych w latach 2009–2018	272
Rysunek 6.6. Średnie wielkości współczynników efektywności DEA badanych spółek w podziale na sektory w latach 2009–2018	278
Rysunek 7.1. Klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstwa	288

Rysunek 7.2. Proces kreowania wartości dla akcjonariuszy według Alfreda Rappaporta	293
Rysunek 7.3. Mikronośniki, makronośniki i determinanty wartości przedsiębiorstwa	294
Rysunek 7.4. Charakter zależności dla $\text{corrRoA(CI)}$ i $\text{corrRoA(NI)}$ (liczba spółek i udział w %)	307
Rysunek 7.5. Struktura spółek w podziale na siłę zależności dla $\text{corrRoA(CI)}$ i $\text{corrRoA(NI)}$	307
Rysunek 7.6. Kształtowanie się wskaźników EV i MC badanych spółek giełdowych (w latach 2009–2018)	315
Rysunek 7.7. Kształtowanie się średnich wielkości wskaźników MC i EV badanych spółek giełdowych w latach 2009–2018	316
Rysunek 7.8. Kształtowanie się średnich wielkości wskaźników P/E i P/BV badanych spółek w latach 2009–2018	317
Rysunek 7.9. Kształtowanie się średnich wartości OCF i wskaźników $\text{RoA(OCF)}$ badanych spółek giełdowych w latach 2009–2018	340
Rysunek 7.10. Kształtowanie się średnich wartości OCF i wskaźników $\text{RoA(OCF)}$ w podziale na sektory w latach 2009–2018	342

# Załączniki

## Załącznik 1

**Skrócone i pełne nazwy spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w podziale na krajowe i zagraniczne (według stanu na 1 października 2019 roku)**

Lp.	Nazwa skrócona	Nazwa pełna	K/Z	Lp.	Nazwa skrócona	Nazwa pełna	K/Z
1	2	3	4	5	6	7	8
1	06MAGNA	Magna Polonia SA	K	231	LENA	Lena Lighting SA	K
2	08OCTAVA	Ovtava SA	K	232	LENTEX	Lentex SA	K
3	11BIT	11 bit studios SA	K	233	LIBET	Libet SA	K
4	4FUNMEDIA	4Fun Media SA	K	234	LIVECHAT	LiveChat Software SA	K
5	ABCDATA	Vicis New Investments SA	K	235	LOKUM	Lokum Deweloper SA	K
6	ABPL	AB SA	K	236	LOTOS	Grupa Lotos SA	K
7	ACAUTOGAZ	AC SA	K	237	LPP	LPP SA	K
8	ACTION	Action SA	K	238	LSISOFT	LSI Software SA	K
9	ADIUVO	Adiuvo Investments SA	K	239	LUBAWA	Lubawa SA	K
10	AGORA	Agora SA	K	240	MABION	Mabion SA	K
11	AGROTON	Agroton Public Limited	Z	241	MAKARONPL	Makarony Polskie SA	K
12	AILLERON	Ailleron SA	K	242	MANGATA	Mangata Holding SA	K
13	AIRWAY	AirwayMedix SA	K	243	MARVIPOL	Marvipol Development SA	K
14	ALCHEMIA	Alchemia SA	K	244	MASTERPHA	Master Pharm SA	K
15	ALIOR	Alior Bank SA	K	245	MAXCOM	Maxcom SA	K



1	2	3	4	5	6	7	8
16	ALTA	Alta SA	K	246	MBANK	mBank SA	K
17	ALTUSTFI	Altus Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA	K	247	MBWS	Marie Brizards Wine & Spirits	Z
18	ALUMETAL	Alumetal SA	K	248	MCI	MCI Capital SA	K
19	AMBRA	Ambra SA	K	249	MDIENERGIA	MDI Energia SA	K
20	AMICA	Amica Wronki SA	K	250	MEDIACAP	Mediacap SA	K
21	AMPLI	Ampli SA	K	251	MEDIATEL	Mediatel SA	K
22	AMREST	AmRest Holdings SE	Z	252	MEDICALG	Medicalgorithmics SA	K
23	APATOR	Apator SA	K	253	MEGARON	Megaron SA	K
24	APLISENS	Aplisens SA	K	254	MENNICA	Mennica Polska SA	K
25	APSENERGY	APS Energia SA	K	255	MERCATOR	Mercator Medical SA	K
26	ARCHICOM	Archicom SA	K	256	MERCOR	Mercor SA	K
27	ARCTIC	Arctic Paper SA	K	257	MEXPOLSKA	Mex Polska SA	K
28	ARCUS	Arcus SA	K	258	MFO	MFO SA	K
29	ARTERIA	Arteria SA	K	259	MILKILAND	Milkiland NV	Z
30	ARTIFEX	Artifex Mundi SA	K	260	MILLENNIUM	Bank Millennium SA	K
31	ASBIS	ASBISc Enterprises PLC	Z	261	MIRACULUM	Miraculum SA	K
32	ASMGROUP	ASM Group SA	K	262	MIRBUD	Mirbud SA	K
33	ASSECOBS	Asseco Business Solutions SA	K	263	MLPGROUP	MLP Group SA	K
34	ASSECOPOL	Asseco Poland SA	K	264	MLSYSTEM	ML System S.A.	K
35	ASSECOSEE	Asseco South Eastern Europe SA	K	265	MOBRUK	Mo-Bruk SA	K
36	ASTARTA	Astarta Holding NV	Z	266	MOJ	MOJ SA	K
37	ATAL	Atal SA	K	267	MOL	MOL Magyar Olaj-és Gázipari Részvénytársaság	Z
38	ATENDE	Atende SA	K	268	MONNARI	Monnari Trade SA	K
39	ATLANTAPL	Atlanta Poland SA	K	269	MORIZON	MZN Property SA	K
40	ATLANTIS	Atlantis SA	Z	270	MOSTALPLC	Mostostal Płock SA	K
41	ATLASEST	Atlas Estates Limited	Z	271	MOSTALWAR	Mostostal Warszawa SA	K

1	2	3	4	5	6	7	8
42	ATM	ATM SA	K	272	MOSTALZAB	Mostostal Zabrze SA	K
43	ATMGRUPA	ATM Grupa SA	K	273	MUZA	Muza SA	K
44	ATREM	Atrem SA	K	274	MWTRADE	M.W. Trade SA	K
45	AUGA	AUGA Group AB	Z	275	NANOGROUP	NanoGroup S.A.	K
46	AUTOPARTN	Auto Partner SA	K	276	NETIA	Netia SA	K
47	AWBUD	Awbud SA	K	277	NEUCA	Neuca SA	K
48	BAHOLDING	British Automotive Holding SA	K	278	NEWAG	Newag SA	K
49	BALTONA	Przedsiębiorstwo Handlu Zagranicznego (PHZ) Baltona SA	K	279	NEWWORLDR	New World ResourcesPlc	Z
50	BBIDEV	BBI Development SA	K	280	NORTCOAST	North Coast SA	K
51	BEDZIN	Elektrociepłownia Będzin SA	K	281	NOVATURAS	Novaturas AB	Z
52	BENEFIT	Benefit Systems SA	K	282	NOVITA	Novita SA	K
53	BERLING	Berling SA	K	283	NOWAGALA	Ceramika Nowa Gala SA	K
54	BEST	Best SA	K	284	NTTSYSTEM	NTT System SA	K
55	BETACOM	Betacom SA	K	285	OAT	OncoArendi Therapeutics SA	K
56	BIK	Biuro Inwestycji Kapitałowych SA	K	286	ODLEWNIE	Odlewnie Polskie SA	K
57	BIOMEDLUB	Biomed-Lublin Wytwórnia Surowic i Szczepionek SA	K	287	OEX	OEX SA	K
58	BIOTON	Bioton SA	K	288	OPENFIN	Open Finance SA	K
59	BNPPPL	BNP Paribas Bank Polska SA	K	289	OPONEO.PL	Oponeo.pl SA	K
60	BOGDANKA	Lubelski Węgiel Bogdanka SA	K	290	OPTTEAM	OPTeam SA	K
61	BOOMBIT	Boombit SA	K	291	ORANGEPL	Orange Polska SA	K
62	BORYSZEW	Boryszew SA	K	292	ORBIS	Orbis SA	K
63	BOS	Bank Ochrony Środowiska SA	K	293	ORCOGROUP	OrcoPropertyGroup SA	Z
64	BOWIM	Bowim SA	K	294	ORION	Orion Investment SA	K
65	BRASTER	Braster SA	K	295	ORZBIALY	Orzeł Biały SA	K

1	2	3	4	5	6	7	8
66	BSCDRUK	BSC Drukarnia Opakowań SA	K	296	OTLOG	OT Logistics SA	K
67	BUDIMEX	Budimex SA	K	297	OTMUCHOW	Zakłady Przemysłu Cukierniczego Otmuchów SA	K
68	BUDOPOL	Budopol-Wrocław SA	K	298	OVOSTAR	Ovostar Union NV	Z
69	BUMECH	Bumech SA	K	299	PAMAPOL	Pamapol SA	K
70	CALATRAVA	Calatrava Capital SA	K	300	PANOVA	P.A. Nova SA	K
71	CAPITAL	Capital Partners SA	K	301	PATENTUS	Patentus SA	K
72	CCC	CCC SA	K	302	PBG	PBG SA	K
73	CCENERGY	Clean & Carbon Energy SA	K	303	PBKM	Polski Bank Komórek Macierzystych SA	K
74	CDPROJEKT	CD Projekt SA	K	304	PBSFINANSE	PBS Finanse SA	K
75	CDRL	CDRL SA	K	305	PCCEXOL	PCC Exol SA	K
76	CEZ	CEZ a.s.	Z	306	PCCROKITA	PCC Rokita SA	K
77	CFI	CFI Holding SA	K	307	PCGUARD	PC Guard SA	K
78	CHEMOS	Chemoservis-Dwory SA	K	308	PCM	Prime Car Management SA	K
79	CIECH	Ciech SA	K	309	PEIXIN	Peixin International Group NV	Z
80	CIGAMES	CI Games SA	K	310	PEKABEX	Poznańska Korporacja Budowlana Pekabex SA	K
81	CITYSERV	City Service SE	Z	311	PEKAO	Bank Polska Kasa Opieki SA	K
82	CLNPHARMA	Celon Pharma SA	K	312	PEMANAGER	Private Equity Managers SA	K
83	CNT	Centrum Nowoczesnych Technologii SA	K	313	PEP	Polenergia SA	K
84	COALENERG	Coal Energy SA	Z	314	PEPEES	Przedsiębiorstwo Przemysłu Spożywczego Pepees SA	K
85	COGNOR	Cognor Holding SA	K	315	PFLEIDER	PfleidererGroup SA	K
86	COMARCH	Comarch SA	K	316	PGE	PGE Polska Grupa Energetyczna SA	K

1	2	3	4	5	6	7	8
87	COMP	Comp SA	K	317	PGNIG	Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo SA	K
88	COMPERIA	Comperia.pl SA	K	318	PGO	PGO SA	K
89	CORMAY	PZ Cormay SA	K	319	PGSSOFT	PGS Software SA	K
90	CPD	CPD SA	K	320	PHARMENA	Pharmena SA	K
91	CPGROUP	Capital Park SA	K	321	PHN	Polski Holding Nieruchomości SA	K
92	CUBEITG	CUBE.ITG SA	K	322	PKNORLEN	Polski Koncern Naftowy Orlen SA	K
93	CYFRPLSAT	Cyfrowy Polsat SA	K	323	PKOBP	Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA	K
94	CZTOREBKA	Czerwona Torebka SA	K	324	PKPCARGO	PKP Cargo SA	K
95	DATAWALK	DataWalk SA	K	325	PLASTBOX	Przetwórstwo Tworzyw Sztucznych Plast-Box SA	K
96	DEBICA	Firma Oponiarska Dębica SA	K	326	PLATYNINW	Platynowe Inwestycje SA	K
97	DECORA	Decora SA	K	327	PLAY	Play Communications SA	Z
98	DEKPOL	Dekpol SA	K	328	PLAYWAY	PlayWay SA	K
99	DELKO	Delko SA	K	329	PLAZACNTR	Plaza Centers NV	Z
100	DEVELIA	Develia SA	K	330	PMPG	PMPG Polskie Media SA	K
101	DGA	DGA SA	K	331	POLICE	Grupa Azoty Zakłady Chemiczne Police SA	K
102	DINOPL	Dino Polska SA	K	332	POLIMEXMS	Polimex-Mostostal SA	K
103	DOMDEV	Dom Development SA	K	333	POLNORD	Polnord SA	K
104	DREWEX	Drewex SA	K	334	POLWAX	Polwax SA	K
105	DROP	Drop SA	K	335	POZBUD	Pozbud T&R SA	K
106	DROZAPOL	Drozapol-Profil SA	K	336	PRAGMAFA	Pragma Faktoring SA	K
107	ECHO	Echo Investment SA	K	337	PRAGMAINK	Pragma Inkaso SA	K
108	EDINVEST	ED Invest SA	K	338	PRAIRIE	Prairie Mining Ltd.	Z

**412** Załączniki

1	2	3	4	5	6	7	8
109	EFEKT	Korporacja Gospodarcza Efekt SA	K	339	PRIMAMODA	Prima Moda SA	K
110	EKOEXPORT	Eko Export SA	K	340	PRIMETECH	Primetech SA	K
111	ELBUDOWA	Elektrobudowa SA	K	341	PROCAD	Procad SA	K
112	ELEKTROTI	Elektrotim SA	K	342	PROCHEM	Prochem SA	K
113	ELEMENTAL	Elemental Holding SA	K	343	PROJPRZEM	Projprzem Makrum SA	K
114	ELKOP	Elkop SA	K	344	PROTEKTOR	Protektor SA	K
115	ELZAB	Zakłady Urządzeń Komputerowych Elzab SA	K	345	PROVIDENT	International Personal Finance PLC	Z
116	EMCINSMED	EMC Instytut Medyczny SA	K	346	PULAWY	Grupa Azoty Zakłady Azotowe Puławy SA	K
117	ENAP	Energoaparatura SA	K	347	PZU	Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA	K
118	ENEA	Enea SA	K	348	QUANTUM	Quantum Software SA	K
119	ENELMED	Centrum Medyczne Enel-Med SA	K	349	QUERCUS	Quercus Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA	K
120	ENERGA	Energa SA	K	350	R22	R22 SA	K
121	ENERGOINS	Energoinstal SA	K	351	RADPOL	Radpol SA	K
122	ENTER	Enter Air SA	K	352	RAFAKO	Rafako SA	K
123	ERBUD	Erbud SA	K	353	RAFAMET	Fabryka Obrabiarek Rafamet SA	K
124	ERG	ERG SA	K	354	RAINBOW	Rainbow Tours SA	K
125	ERGIS	Ergis SA	K	355	RANKPROGR	Rank Progress SA	K
126	ESOTIQ	Esotiq & Henderson SA	K	356	RAWLPLUG	Rawlplug SA	K
127	ESSYSTEM	ES-System SA	K	357	REDAN	Redan SA	K
128	ESTAR	ENEFI Energiahatékonysági Nyrt.	Z	358	REDWOOD	Redwood Holding SA	K
129	EUCO	Europejskie Centrum Odszkodowań SA	K	359	REGNON	Regnon SA	K
130	EUROCASH	Eurocash SA	K	360	REINHOLD	Reinhold Europe AB	Z

1	2	3	4	5	6	7	8
131	EUROHOLD	Eurohold Bulgaria AD	Z	361	REINO	Reino Capital SA	K
132	EUROTEL	Eurotel SA	K	362	RELPOL	Relpol SA	K
133	EVEREST	Everest Investments SA	K	363	REMAK	Przedsiębiorstwo Modernizacji Urządzeń Energetycznych Remak SA	K
134	FAMUR	Famur SA	K	364	RESBUD	Resbud SA	Z
135	FASING	Fabryka Sprzętu i Narzędzi Górniczych Fasing SA	K	365	RONSON	Ronson Europe NV	K
136	FASTFIN	Fast Finance SA	K	366	ROPCZYCE	Zakłady Magnezytowe Ropczyce SA	K
137	FEERUM	Feerum SA	K	367	RUBICON	Rubicon Partners SA	K
138	FENGHUA	Fenghua SoleTech AG	Z	368	SADOVAYA	Sadovaya Group SA	Z
139	FERRO	Ferro SA	K	369	SANOK	Sanok Rubber Company SA	K
140	FERRUM	Ferrum SA	K	370	SANPL	Santander Bank Polska SA	K
141	FMG	Financial Assets Management Group SA	K	371	SANTANDER	Banco Santander SA	Z
142	FON	Fon SA	Z	372	SANWIL	Sanwil Holding SA	K
143	FORTE	Fabryki Mebli Forte SA	K	373	SARE	Sare SA	K
144	GETBACK	GetBack SA	K	374	SCOPAK	Sco-Pak SA	K
145	GETIN	Getin Holding SA	K	375	SECOGROUP	Seco/Warwick SA	K
146	GETINOBLE	Getin Noble Bank SA	K	376	SEKO	Seko SA	K
147	GINOROSSI	Gino Rossi SA	K	377	SELENAFM	Selena FM SA	K
148	GLCOSMED	Global Cosmed SA	K	378	SELVITA	Selvita SA	K
149	GOBARTO	Gobarto SA	K	379	SERINUS	Serinus Energy Inc.	Z
150	GPRE	Griffin Premium RE NV	Z	380	SESCOM	Sescom SA	K
151	GPW	Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA	K	381	SETANTA	Setanta SA	K
152	GROCLIN	Groclin SA	K	382	SFINKS	Sfinks Polska SA	K
153	GRODNO	Grodno SA	K	383	SILVAIR-REGS	Silvair Inc.	Z

**414** Załączniki

1	2	3	4	5	6	7	8
154	GRUPAAZOTY	Grupa Azoty SA	K	384	SILVANO	AS Silvano Fashion Group	Z
155	GTC	Globe Trade Centre SA	K	385	SIMPLE	Simple SA	K
156	HANDLOWY	Bank Handlowy w Warszawie SA	K	386	SKARBIEC	Skarbiec Holding SA	K
157	HARPER	Harper Hygienics SA	K	387	SKOTAN	Skotan SA	K
158	HELIO	Helio SA	K	388	SKYLINE	Skyline Investment SA	K
159	HERKULES	Herkules SA	K	389	SLEEPZAG	Sleepz AG	Z
160	HMINWEST	HM Inwest SA	K	390	SNIEZKA	Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka SA	K
161	HOLLYWOOD	Hollywood SA	K	391	SOHODEV	Soho Development SA	K
162	HUBSTYLE	HubStyle SA	K	392	SOLAR	Solar Company SA	K
163	HYDROTOR	Przedsiębiorstwo Hydrauliki Siłowej Hydrotor SA	K	393	SONEL	Sonel SA	K
164	I2DEV	i2 Development SA	K	394	SOPHARMA	Sopharma AD	Z
165	IALBGR	iAlbatrosGroup SA	K	395	STALEXP	Stalexport Autostrady SA	K
166	IBSM	IBSM SA	K	396	STALPROD	Stalprodukt SA	K
167	IDEABANK	Idea Bank SA	K	397	STALPROFI	Stalprofil SA	K
168	IDEON	Ideon SA	K	398	STAPORKOW	Zakłady Urządzeń Kotłowych Stąporków SA	K
169	IDMSA	Dom Maklerski IDM SA	K	399	STARHEDGE	Starhedge SA	K
170	IFCAPITAL	Investment Friends Capital SA	Z	400	STELMET	Stelmet SA	K
171	IFIRMA	iFirma SA	K	401	SUNEX	Sunex SA	K
172	IFSA	Investment Friends SA	Z	402	SUWARY	Suwary SA	K
173	IIAAV	Immofinanz AG	Z	403	SWISSMED	Swissmed Centrum Zdrowia SA	K
174	IMCOMPANY	IMC SA	Z	404	SYGNITY	Sygnity SA	K
175	IMMOBILE	Grupa Kapitałowa Immobile SA	K	405	SYNEKTIK	Synektik SA	K
176	IMPEL	Impel SA	K	406	TALANX	Talanx AG	Z
177	IMPERA	Impera Capital SA	K	407	TALEX	Talex SA	K

1	2	3	4	5	6	7	8
178	IMPEXMET	Impexmetal SA	K	408	TARCZYNSKI	Tarczyński SA	K
179	IMS	IMS SA	K	409	TATRY	Tatry Mountain Resorts AS	Z
180	INC	INC SA	K	410	TAURONPE	Tauron Polska Energia SA	K
181	INDYGO	IndygoTechMinerals SA	K	411	TBULL	T-Bull SA	K
182	INDYKPOL	Indykpól SA	K	412	TERMOREX	Termo-Rex SA	K
183	INGBSK	ING Bank Śląski SA	K	413	TESGAS	Tesgas SA	K
184	INPRO	Inpro SA	K	414	TIM	TIM SA	K
185	INSTALKRK	Instal Kraków SA	K	415	TORPOL	Torpol SA	K
186	INTERAOLT	Inter RaoLietuva AB	Z	416	TOWERINVT	Tower Investments SA	K
187	INTERBUD	Interbud-Lublin SA	K	417	TOYA	Toya SA	K
188	INTERCARS	Inter Cars SA	K	418	TRAKCJA	Trakcja PRKiil SA	K
189	INTERFERI	Interferie SA	K	419	TRANSPOL	Trans Polonia SA	K
190	INTERSPPL	Intersport Polska SA	K	420	TRITON	Triton Development SA	K
191	INTROL	Introl SA	K	421	TSGAMES	Ten Square Games SA	K
192	INVISTA	Invista SA	K	422	TXM	TXM SA	K
193	IPOPEMA	Ipopema Securities SA	K	423	ULMA	Ulma Construcion Polska SA	K
194	IQP	IQ Partners SA	K	424	ULTGAMES	Ultimate Games SA	K
195	ITMTRADE	Interma Trade SA	K	425	UNIBEP	Unibep SA	K
196	IZOBLOK	Izo-Blok SA	K	426	UNICREDIT	UniCredit SpA	Z
197	IZOLACJA	Izolacja Jarocin SA	K	427	UNIMA	Unima 2000 Systemy Teleinformatyczne SA	K
198	IZOSTAL	Izostal SA	K	428	UNIMOT	Unimot SA	K
199	JHMDEV	JHM Development SA	K	429	URSUS	Ursus SA	K
200	JJAUTO	JJ Auto AG	Z	430	VANTAGE	Vantage Development SA	K
201	JSW	Jastrzębska Spółka Węglowa SA	K	431	VENTUREIN	Venture Inc SA	K
202	JWCONSTR	J.W. Construction Holding SA	K	432	VIGOSYS	Vigo System SA	K



1	2	3	4	5	6	7	8
203	JWWINVEST	JWW Invest SA	K	433	VINDEXUS	Giełda Praw Majątkowych Vindexus SA	K
204	K2INTERNT	K2 Internet SA	K	434	VISTAL	Vistal Gdynia SA	K
205	KANIA	Zakłady Mięsne Henryk Kania SA	K	435	VIVID	Vivid Games SA	K
206	KBDOM	Korporacja Budowlana Dom SA	K	436	VOTUM	Votum SA	K
207	KCI	KCI SA	K	437	VOXEL	Voxel SA	K
208	KDMSHIPNG	KDM Shipping Public Limited	Z	438	VRG	VRG SA	K
209	KERNEL	Kernel Holding SA	Z	439	WADEX	Przedsiębiorstwo Produkcyjno Handlowe Wadex SA	K
210	KETY	Grupa Kęty SA	K	440	WARIMPEX	Warimpex Finanz und Beteiligungs AG	Z
211	KGHM	KGHM Polska Miedź SA	K	441	WASKO	Wasko SA	K
212	KGL	Korporacja KGL SA	K	442	WAWEL	WAWEL SA	K
213	KINOPOL	Kino Polska TV SA	K	443	WIELTON	Wielton SA	K
214	KOGENERA	Zespół Elektrociepłowni Wrocławskich Kogeneracja SA	K	444	WIKANA	Wikana SA	K
215	KOMPAP	Przedsiębiorstwo Produkcyjno-Handlowe Kompap SA	K	445	WILBO	Wilbo SA	K
216	KOMPUTRON	Komputronik SA	K	446	WINVEST	Baltic Bridge SA	K
217	KONSSTALI	Konsorcjum Stali SA	K	447	WIRTUALNA	Wirtualna Polska Holding SA	K
218	KPPD	Koszalińskie Przedsiębiorstwo Przemysłu Drzewnego SA	K	448	WITTCHEN	Wittchen SA	K
219	KRAKCHEM	Krakchemia SA	K	449	WOJAS	Wojas SA	K
220	KREC	Krynicky Recykling SA	K	450	WORKSERV	Work Service SA	K
221	KREDYTIN	Kredyt Inkaso SA	K	451	XTB	X-Trade Brokers Dom Maklerski SA	K

1	2	3	4	5	6	7	8
222	KREZUS	Krezus SA	K	452	XTPL	XTPL SA	K
223	KRKA	Krkad.d.	Z	453	YOLO	Yolo SA	K
224	KRUK	Kruk SA	K	454	ZAMET	Zamet SA	K
225	KRUSZWICA	Zakłady Tłuszczowe Kruszwica SA	K	455	ZASTAL	Zastal SA	K
226	KRVITAMIN	Krynica Vitamin SA	K	456	ZEPAK	Zespół Elektrowni Pątnów-Adamów- Konin SA	K
227	KSGAGRO	KSG Agro SA	Z	457	ZPUE	ZPUE SA	K
228	LABOPRINT	Labo Print SA	K	458	ZREMB	Zakład Budowy Maszyn Zremb- Chojnice SA	K
229	LARK	Lark.pl SA	K	459	ZUE	ZUE SA	K
230	LARQ	Larq SA	K	460	ZYWIEC	Grupa Żywiec SA	K

K – spółka krajowa, Z – spółka zagraniczna

**Źródło:** opracowanie własne za: <https://www.gpw.pl/spolki> (dostęp: 1.10.2019), Notoria Serwis SA, [https://www-1emis-1com-100418ai7012e.han3.lib.uni.lodz.pl/cgi-bin/comp\\_profiles](https://www-1emis-1com-100418ai7012e.han3.lib.uni.lodz.pl/cgi-bin/comp_profiles) (dostęp: 1.10.2019).

## Załącznik 2

### Klasyfikacja sektorowa spółek według GPW w Warszawie (stan na 1.10.2019)

100	FINANSE		
110	Banki		
	111	Banki komercyjne	
	112	Banki spółdzielcze	
	113	Banki hipoteczne	
	114	Banki państwowe i międzynarodowe	
	119	Pozostałe	
120	Ubezpieczenia		
	121	Ubezpieczenia	
	129	Pozostałe	
130	Rynek kapitałowy		
	131	Giełdy i biura maklerskie	
	132	Zarządzanie aktywami	
	139	Pozostałe	
140	Nieruchomości		
	141	Sprzedaż nieruchomości	
	142	Wynajem nieruchomości	
	149	Pozostałe	
150	Leasing i faktoring		
160	Wierzytelności		
170	Pośrednictwo finansowe		
180	Działalność inwestycyjna		
190	Pozostałe		

200	PALIWA I ENERGIA		
	210	Paliwa i gaz	
		211	Wydobycie i produkcja
		212	Dystrybucja paliw i gazu
		219	Pozostałe
	220	Energia	
		221	Energetyka
		222	Energia odnawialna
		229	Pozostałe
	230	Dystrybucja ciepła i wody	
290	Pozostałe		
300	CHEMIA I SUROWCE		
	310	Chemia	
		311	Chemia podstawowa
		312	Chemia specjalistyczna
		319	Pozostałe
	320	Górnictwo	
		321	Górnictwo węgla
		322	Górnictwo metali
		329	Pozostałe
	330	Hutnictwo	
		331	Hutnictwo żelaza i stali
		332	Hutnictwo metali niezależnych
		339	Pozostałe
	350	Guma i tworzywa sztuczne	
		351	Tworzywa sztuczne
		352	Wyroby z gumy
		359	Pozostałe
	360	Drewno i papier	
		361	Drewno
		362	Papier i opakowania
	369	Pozostałe	
370	Recykling		
390	Pozostałe		

400	PRODUKCJA PRZEMYSŁOWA I BUDOWLANO-MONTAŻOWA		
410	Budownictwo		
	411	Budownictwo ogólne	
	412	Budownictwo przemysłowe	
	413	Inżynieria lądowa i wodna	
	414	Materiały budowlane	
	415	Instalacje budowlane i komunikacyjne	
	419	Pozostałe	
420	Przemysł elektromaszynowy		
	421	Urządzenia elektryczne	
	422	Urządzenia mechaniczne	
	423	Wyroby metalowe	
	424	Środki transportu	
	429	Pozostałe	
430	Transport i logistyka		
	431	Transport	
	432	Logistyka	
	439	Pozostałe	
440	Zaopatrzenie przedsiębiorstw		
	441	Artykuły elektryczne	
	442	Wyroby hutnicze	
	443	Chemikalia	
	449	Pozostałe	
450	Usługi dla przedsiębiorstw		
490	Pozostałe		

500	DOBRA KONSUMPCYJNE		
	510	Artykuły spożywcze	
		511	Żywność
		512	Napoje
		513	Produkcja rolna i rybołówstwo
		519	Pozostałe
	520	Odzież i kosmetyki	
		521	Odzież i obuwie
		522	Kosmetyki i chemia gospodarcza
		529	Pozostałe
	530	Wyposażenie domu	
		531	Meble i dywany
		532	Sprzęt elektryczny i elektroniczny
		539	Pozostałe
	540	Motoryzacja	
		541	Części samochodowe
		549	Pozostałe
	590	Pozostałe	

600	HANDEL I USŁUGI		
	610	Handel hurtowy	
		611	Artykuły spożywcze i szybko zbywalne
		612	Komputery i elektronika
		619	Pozostałe
	620	Sieci handlowe	
		621	Artykuły codziennego użytku
		622	Elektronika użytkowa
		629	Pozostałe
	630	Rekreacja i wypoczynek	
		631	Hotele i restauracje
		632	Biura podróży
		633	Kluby sportowe
		634	Sport i rekreacja
		639	Pozostałe
	640	Media	
		641	Radio i telewizja
		642	Wydawnictwa
		643	Reklama i marketing
		644	Portale internetowe
	649	Pozostałe	
650	Gry		
660	Handel internetowy		
690	Pozostałe		
700	OCHRONA ZDROWIA		
	710	Szpitale i przychodnie	
	720	Sprzęt i materiały medyczne	
	730	Produkcja leków	
	740	Dystrybucja leków	
	750	Biotechnologia	
	790	Pozostałe	

800	TECHNOLOGIE		
	810	Telekomunikacja	
	820	Informatyka	
		821	Oprogramowanie
		822	Systemy informatyczne
		823	Sprzęt informatyczny
		829	Pozostałe
	830	Nowe technologie	
	890	Pozostałe	

Źródło: <https://www.gpw.pl/wskazniki> (dostęp: 1.10.2019).

## Załącznik 3

### Lista 410 spółek krajowych poddanych badaniu wraz z sektorowym przyporządkowaniem

Lp.	Spółka	Kod	Sektor		
1	2	3	4		
1	06MAGNA	180	Finanse	Działalność inwestycyjna	
2	08OCTAVA	141	Finanse	Nieruchomości	Sprzedż nieruchomości
3	11BIT	650	Handel i usługi	Gry	
4	4FUNMEDIA	641	Handel i usługi	Media	Radio i telewizja
5	ABCDATA	612	Handel i usługi	Handel hurtowy	Komputery i elektronika
6	ABPL	612	Handel i usługi	Handel hurtowy	Komputery i elektronika
7	ACAUTOGAZ	541	Dobra konsumpcyjne	Motoryzacja	Części samochodowe
8	ACTION	612	Handel i usługi	Handel hurtowy	Komputery i elektronika
9	ADIUVO	720	Ochrona zdrowia	Sprzęt i materiały medyczne	
10	AGORA	642	Handel i usługi	Media	Wydawnictwa
11	AILLERON	821	Technologie	Informatyka	Oprogramowanie



1	2	3	4		
12	AIRWAY	720	Ochrona zdrowia	Sprzęt i materiały medyczne	
13	ALCHEMIA	331	Chemia i surowce	Hutnictwo	Hutnictwo żelaza i stali
14	ALIOR	111	Finanse	Banki	Banki komercyjne
15	ALTA	141	Finanse	Nieruchomości	Sprzedaż nieruchomości
16	ALTUSTFI	132	Finanse	Rynek kapitałowy	Zarządzanie aktywami
17	ALUMETAL	332	Chemia i surowce	Hutnictwo	Hutnictwo metali niezależnych
18	AMBRA	512	Dobra konsumpcyjne	Artykuły spożywcze	Napoje
19	AMICA	532	Dobra konsumpcyjne	Wyposażenie domu	Sprzęt elektryczny i elektroniczny
20	AMPLI	441	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Zaopatrzenie przedsiębiorstw	Artykuły elektryczne
21	APATOR	421	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Urządzenia elektryczne
22	APLISENS	421	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Urządzenia elektryczne
23	APSENERGY	421	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Urządzenia elektryczne
24	ARCHICOM	141	Finanse	Nieruchomości	Sprzedaż nieruchomości
25	ARCTIC	362	Chemia i surowce	Drewno i papier	Papier i opakowania
26	ARCUS	822	Technologie	Informatyka	Systemy informatyczne
27	ARTERIA	450	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Usługi dla przedsiębiorstw	
28	ARTIFEX	650	Handel i usługi	Gry	
29	ASMGROUP	643	Handel i usługi	Media	Reklama i marketing

1	2	3	4		
30	ASSECOBS	821	Technologie	Informatyka	Oprogramowanie
31	ASSECOPOL	822	Technologie	Informatyka	Systemy informatyczne
32	ASSECOSEE	821	Technologie	Informatyka	Oprogramowanie
33	ATAL	141	Finanse	Nieruchomości	Sprzedaż nieruchomości
34	ATENDE	822	Technologie	Informatyka	Systemy informatyczne
35	ATLANTAPL	511	Dobra konsumpcyjne	Artykuły spożywcze	Żywność
36	ATM	810	Technologie	Telekomunikacja	
37	ATMGRUPA	641	Handel i usługi	Media	Radio i telewizja
38	ATREM	415	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Instalacje budowlane i komunikacyjne
39	AUTOPARTN	541	Dobra konsumpcyjne	Motoryzacja	Części samochodowe
40	AWBUD	411	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Budownictwo ogólne
41	BAHOLDING	549	Dobra konsumpcyjne	Motoryzacja	Pozostałe
42	BALTONA	621	Handel i usługi	Sieci handlowe	Artykuły codziennego użytku
43	BBIDEV	141	Finanse	Nieruchomości	Sprzedaż nieruchomości
44	BEDZIN	221	Paliwa i energia	Energia	Energetyka
45	BENEFIT	639	Handel i usługi	Rekreacja i wypoczynek	Pozostałe
46	BERLING	441	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Zaopatrzenie przedsiębiorstw	Artykuły elektryczne
47	BEST	160	Finanse	Wierzytelności	
48	BETACOM	821	Technologie	Informatyka	Oprogramowanie
49	BIK	142	Finanse	Nieruchomości	Wynajem nieruchomości
50	BIOMEDLUB	730	Ochrona zdrowia	Produkcja leków	
51	BIOTON	730	Ochrona zdrowia	Produkcja leków	

1	2	3	4		
52	BNPPPL	111	Finanse	Banki	Banki komercyjne
53	BOGDANKA	321	Chemia i surowce	Górnictwo	Górnictwo węgla
54	BOOMBIT	650	Handel i usługi	Gry	
55	BORYSZEW	332	Chemia i surowce	Hutnictwo	Hutnictwo metali niezależnych
56	BOS	111	Finanse	Banki	Banki komercyjne
57	BOWIM	442	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Zaopatrzenie przedsiębiorstw	Wyroby hutnicze
58	BRASTER	720	Ochrona zdrowia	Sprzęt i materiały medyczne	
59	BSCDRUK	362	Chemia i surowce	Drewno i papier	Papier i opakowania
60	BUDIMEX	411	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Budownictwo ogólne
61	BUDOPOL	411	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Budownictwo ogólne
62	BUMECH	422	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Urządzenia mechaniczne
63	CALATRAVA	180	Finanse	Działalność inwestycyjna	
64	CAPITAL	180	Finanse	Działalność inwestycyjna	
65	CCC	521	Dobra konsumpcyjne	Odzież i kosmetyki	Odzież i obuwie
66	CCENERGY	149	Finanse	Nieruchomości	Pozostałe
67	CDPROJEKT	650	Handel i usługi	Gry	
68	CDRL	521	Dobra konsumpcyjne	Odzież i kosmetyki	Odzież i obuwie
69	CPD	142	Finanse	Nieruchomości	Wynajem nieruchomości
70	CFI	631	Handel i usługi	Rekreacja i wypoczynek	Hotele i restauracje
71	CHEMOS	450	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Usługi dla przedsiębiorstw	
72	CIECH	311	Chemia i surowce	Chemia	Chemia podstawowa

1	2	3	4		
73	CIGAMES	650	Handel i usługi	Gry	
74	CLNPHARMA	730	Ochrona zdrowia	Produkcja leków	
75	CNT	413	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Inżynieria lądowa i wodna
76	COGNOR	331	Chemia i surowce	Hutnictwo	Hutnictwo żelaza i stali
77	COMARCH	822	Technologie	Informatyka	Systemy informatyczne
78	COMP	821	Technologie	Informatyka	Oprogramowanie
79	COMPERIA	644	Handel i usługi	Media	Portale internetowe
80	CORMAY	730	Ochrona zdrowia	Produkcja leków	
81	CPGROUP	142	Finanse	Nieruchomości	Wynajem nieruchomości
82	CUBEITG	822	Technologie	Informatyka	Systemy informatyczne
83	CYFRPLSAT	810	Technologie	Telekomunikacja	
84	CZTOREBKA	142	Finanse	Nieruchomości	Wynajem nieruchomości
85	DATAWALK	821	Technologie	Informatyka	Oprogramowanie
86	DEBICA	541	Dobra konsumpcyjne	Motoryzacja	Części samochodowe
87	DECORA	414	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Materiały budowlane
88	DEKPOL	419	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Pozostałe
89	DELKO	611	Handel i usługi	Handel hurtowy	Artykuły spożywcze i szybko zbywalne
90	DEVELIA	141	Finanse	Nieruchomości	Sprzedaż nieruchomości
91	DGA	450	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Usługi dla przedsiębiorstw	

1	2	3	4		
92	DINOPL	621	Handel i usługi	Sieci handlowe	Artykuły codziennego użytku
93	DOMDEV	141	Finanse	Nieruchomości	Sprzedaż nieruchomości
94	DREWEX	361	Chemia i surowce	Drewno i papier	Drewno
95	DROP	370	Chemia i surowce	Recykling	
96	DROZAPOL	442	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Zaopatrzenie przedsiębiorstw	Wyroby hutnicze
97	ECHO	142	Finanse	Nieruchomości	Wynajem nieruchomości
98	EDINVEST	141	Finanse	Nieruchomości	Sprzedaż nieruchomości
99	EFEKT	450	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Usługi dla przedsiębiorstw	
100	EKOEXPORT	370	Chemia i surowce	Recykling	
101	ELBUDOWA	412	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Budownictwo przemysłowe
102	ELEKTROTI	415	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Instalacje budowlane i komunikacyjne
103	ELEMENTAL	370	Chemia i surowce	Recykling	
104	ELKOP	142	Finanse	Nieruchomości	Wynajem nieruchomości
105	ELZAB	823	Technologie	Informatyka	Sprzęt informatyczny
106	EMCINSMED	710	Ochrona zdrowia	Szpitale i przychodnie	
107	ENAP	412	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Budownictwo przemysłowe
108	ENEA	221	Paliwa i energia	Energia	Energetyka
109	ENELMED	710	Ochrona zdrowia	Szpitale i przychodnie	
110	ENERGA	221	Paliwa i energia	Energia	Energetyka

1	2	3	4		
111	ENERGOINS	415	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Instalacje budowlane i komunikacyjne
112	ENTER	431	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Transport i logistyka	Transport
113	ERBUD	412	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Budownictwo przemysłowe
114	ERG	351	Chemia i surowce	Guma i tworzywa sztuczne	Tworzywa sztuczne
115	ERGIS	351	Chemia i surowce	Guma i tworzywa sztuczne	Tworzywa sztuczne
116	ESOTIQ	521	Dobra konsumpcyjne	Odzież i kosmetyki	Odzież i obuwie
117	ESSYSTEM	415	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Instalacje budowlane i komunikacyjne
118	EUCO	129	Finanse	Ubezpieczenia	Pozostałe
119	EUROCASH	621	Handel i usługi	Sieci handlowe	Artykuły codziennego użytku
120	EUROTEL	622	Handel i usługi	Sieci handlowe	Elektronika użytkowa
121	EVEREST	180	Finanse	Działalność inwestycyjna	
122	FAMUR	422	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Urządzenia mechaniczne
123	FASING	422	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Urządzenia mechaniczne
124	FASTFIN	180	Finanse	Działalność inwestycyjna	
125	FEERUM	422	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Urządzenia mechaniczne

1	2	3	4		
126	FERRO	414	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Materiały budowlane
127	FERRUM	331	Chemia i surowce	Hutnictwo	Hutnictwo żelaza i stali
128	FMG	180	Finanse	Działalność inwestycyjna	
129	FORTE	531	Dobra konsumpcyjne	Wyposażenie domu	Meble i dywany
130	GETBACK	160	Finanse	Wierzytelności	
131	GETIN	111	Finanse	Banki	Banki komercyjne
132	GETINOBLE	111	Finanse	Banki	Banki komercyjne
133	GINOROSI	521	Dobra konsumpcyjne	Odzież i kosmetyki	Odzież i obuwie
134	GLCOSMED	522	Dobra konsumpcyjne	Odzież i kosmetyki	Kosmetyki i chemia gospodarcza
135	GOBARTO	511	Dobra konsumpcyjne	Artykuły spożywcze	Żywność
136	GPW	131	Finanse	Rynek kapitałowy	Giełdy i biura maklerskie
137	GROCLIN	541	Dobra konsumpcyjne	Motoryzacja	Części samochodowe
138	GRODNO	441	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Zaopatrzenie przedsiębiorstw	Artykuły elektryczne
139	GRUPAAZOTY	311	Chemia i surowce	Chemia	Chemia podstawowa
140	GTC	142	Finanse	Nieruchomości	Wynajem nieruchomości
141	HANDLOWY	111	Finanse	Banki	Banki komercyjne
142	HARPER	522	Dobra konsumpcyjne	Odzież i kosmetyki	Kosmetyki i chemia gospodarcza
143	HELIO	511	Dobra konsumpcyjne	Artykuły spożywcze	Żywność
144	HERKULES	419	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Pozostałe
145	HMINWEST	141	Finanse	Nieruchomości	Sprzedaż nieruchomości
146	HOLLYWOOD	690	Handel i usługi	Pozostałe	
147	HUBSTYLE	644	Handel i usługi	Media	Portale internetowe

1	2	3	4		
148	HYDROTOR	422	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Urządzenia mechaniczne
149	I2DEV	141	Finanse	Nieruchomości	Sprzedaż nieruchomości
150	IALBGR	450	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Usługi dla przedsiębiorstw	
151	IBSM	141	Finanse	Nieruchomości	Sprzedaż nieruchomości
152	IDEABANK	111	Finanse	Banki	Banki komercyjne
153	IDEON	142	Finanse	Nieruchomości	Wynajem nieruchomości
154	IDMSA	139	Finanse	Rynek kapitałowy	Pozostałe
155	IFIRMA	821	Technologie	Informatyka	Oprogramowanie
156	IMMOBILE	180	Finanse	Działalność inwestycyjna	
157	IMPEL	450	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Usługi dla przedsiębiorstw	
158	IMPERA	180	Finanse	Działalność inwestycyjna	
159	IMPEXMET	332	Chemia i surowce	Hutnictwo	Hutnictwo metali niezależnych
160	IMS	649	Handel i usługi	Media	Pozostałe
161	INC	180	Finanse	Działalność inwestycyjna	
162	INDYGO	180	Finanse	Działalność inwestycyjna	
163	INDYKPOL	511	Dobra konsumpcyjne	Artykuły spożywcze	Żywność
164	INGBSK	111	Finanse	Banki	Banki komercyjne
165	INPRO	141	Finanse	Nieruchomości	Sprzedaż nieruchomości
166	INSTALKRK	412	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Budownictwo przemysłowe
167	INTERBUD	411	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Budownictwo ogólne



1	2	3	4		
168	INTERCARS	541	Dobra konsumpcyjne	Motoryzacja	Części samochodowe
169	INTERFERI	631	Handel i usługi	Rekreacja i wypoczynek	Hotele i restauracje
170	INTERSPPL	521	Dobra konsumpcyjne	Odzież i kosmetyki	Odzież i obuwie
171	INTROL	422	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Urządzenia mechaniczne
172	INVISTA	180	Finanse	Działalność inwestycyjna	
173	IPOPEMA	131	Finanse	Rynek kapitałowy	Giełdy i biura maklerskie
174	IQP	180	Finanse	Działalność inwestycyjna	
175	ITMTRADE	521	Dobra konsumpcyjne	Odzież i kosmetyki	Odzież i obuwie
176	IZOBLOK	351	Chemia i surowce	Guma i tworzywa sztuczne	Tworzywa sztuczne
177	IZOLACJA	414	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Materiały budowlane
178	IZOSTAL	423	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Wyroby metalowe
179	JHMDEV	141	Finanse	Nieruchomości	Sprzedaż nieruchomości
180	JSW	321	Chemia i surowce	Górnictwo	Górnictwo węgla
181	JWCONSTR	141	Finanse	Nieruchomości	Sprzedaż nieruchomości
182	JWWINVEST	422	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Urządzenia mechaniczne
183	K2INTERNT	643	Handel i usługi	Media	Reklama i marketing
184	KANIA	511	Dobra konsumpcyjne	Artykuły spożywcze	Żywność
185	KBDOM	414	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Materiały budowlane
186	KCI	642	Handel i usługi	Media	Wydawnictwa

1	2	3	4		
187	KETY	332	Chemia i surowce	Hutnictwo	Hutnictwo metali niezależnych
188	KGHM	322	Chemia i surowce	Górnictwo	Górnictwo metali
189	KGL	443	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Zaopatrzenie przedsiębiorstw	Chemikalia
190	KINOPOL	641	Handel i usługi	Media	Radio i telewizja
191	KOGENERA	221	Paliwa i energia	Energia	Energetyka
192	KOMPAP	362	Chemia i surowce	Drewno i papier	Papier i opakowania
193	KOMPUTRON	622	Handel i usługi	Sieci handlowe	Elektronika użytkowa
194	KONSSTALI	442	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Zaopatrzenie przedsiębiorstw	Wyroby hutnicze
195	KPPD	361	Chemia i surowce	Drewno i papier	Drewno
196	KRAKCHEM	443	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Zaopatrzenie przedsiębiorstw	Chemikalia
197	KREC	370	Chemia i surowce	Recykling	
198	KREDYTIN	160	Finanse	Wierzytelności	
199	KREZUS	180	Finanse	Działalność inwestycyjna	
200	KRUK	160	Finanse	Wierzytelności	
201	KRUSZWICA	511	Dobra konsumpcyjne	Artykuły spożywcze	Żywność
202	KRVITAMIN	512	Dobra konsumpcyjne	Artykuły spożywcze	Napoje
203	LABOPRINT	450	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Usługi dla przedsiębiorstw	
204	LARK	823	Technologie	Informatyka	Sprzęt informatyczny
205	LARQ	643	Handel i usługi	Media	Reklama i marketing
206	LENA	421	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Urządzenia elektryczne

1	2	3	4		
207	LENTEX	414	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Materiały budowlane
208	LIBET	414	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Materiały budowlane
209	LIVECHAT	821	Technologie	Informatyka	Oprogramowanie
210	LOKUM	141	Finanse	Nieruchomości	Sprzedaż nieruchomości
211	LOTOS	211	Paliwa i energia	Paliwa i gaz	Wydobycie i produkcja
212	LPP	521	Dobra konsumpcyjne	Odzież i kosmetyki	Odzież i obuwie
213	LSISOFT	821	Technologie	Informatyka	Oprogramowanie
214	LUBAWA	529	Dobra konsumpcyjne	Odzież i kosmetyki	Pozostałe
215	MABION	730	Ochrona zdrowia	Produkcja leków	
216	MAKARONPL	511	Dobra konsumpcyjne	Artykuły spożywcze	Żywność
217	MANGATA	423	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Wyroby metalowe
218	MARVIPOL	142	Finanse	Nieruchomości	Wynajem nieruchomości
219	MASTERPHA	730	Ochrona zdrowia	Produkcja leków	
220	MAXCOM	532	Dobra konsumpcyjne	Wyposażenie domu	Sprzęt elektryczny i elektroniczny
221	MBANK	111	Finanse	Banki	Banki komercyjne
222	MCI	180	Finanse	Działalność inwestycyjna	
223	MDIENERGIA	413	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Inżynieria lądowa i wodna
224	MEDIACAP	643	Handel i usługi	Media	Reklama i marketing
225	MEDIATEL	810	Technologie	Telekomunikacja	
226	MEDICALG	720	Ochrona zdrowia	Sprzęt i materiały medyczne	

1	2	3	4		
227	MEGARON	414	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Materiały budowlane
228	MENNICA	332	Chemia i surowce	Hutnictwo	Hutnictwo metali niezależnych
229	MERCATOR	720	Ochrona zdrowia	Sprzęt i materiały medyczne	
230	MERCOR	414	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Materiały budowlane
231	MEXPOLSKA	631	Handel i usługi	Rekreacja i wypoczynek	Hotele i restauracje
232	MFO	414	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Materiały budowlane
233	MILLENNIUM	111	Finanse	Banki	Banki komercyjne
234	MIRACULUM	522	Dobra konsumpcyjne	Odzież i kosmetyki	Kosmetyki i chemia gospodarcza
235	MIRBUD	411	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Budownictwo ogólne
236	MLPGROUP	142	Finanse	Nieruchomości	Wynajem nieruchomości
237	MLSYSTEM	222	Paliwa i energia	Paliwa i gaz	Energia odnawialna
238	MOBRUK	370	Chemia i surowce	Recykling	
239	MOJ	422	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Urządzenia mechaniczne
240	MONNARI	521	Dobra konsumpcyjne	Odzież i kosmetyki	Odzież i obuwie
241	MORIZON	644	Handel i usługi	Media	Portale internetowe
242	MOSTALPLC	412	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Budownictwo przemysłowe

1	2	3	4		
243	MOSTALWAR	412	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Budownictwo przemysłowe
244	MOSTALZAB	412	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Budownictwo przemysłowe
245	MUZA	642	Handel i usługi	Media	Wydawnictwa
246	MWTRADE	150	Finanse	Leasing i faktoring	
247	NANOGROUP	750	Ochrona zdrowia	Biotechnologia	
248	NETIA	810	Technologie	Telekomunikacja	
249	NEUCA	740	Ochrona zdrowia	Dystrybucja leków	
250	NEWAG	424	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Środki transportu
251	NORTCOAST	611	Handel i usługi	Handel hurtowy	Artykuły spożywcze i szybko zbywalne
252	NOVITA	449	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Zaopatrzenie przedsiębiorstw	Pozostałe
253	NOWAGALA	414	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Materiały budowlane
254	NTTSYSTEM	823	Technologie	Informatyka	Sprzęt informatyczny
255	OAT	750	Ochrona zdrowia	Biotechnologia	
256	ODLEWNIE	331	Chemia i surowce	Hutnictwo	Hutnictwo żelaza i stali
257	OEX	690	Handel i usługi	Pozostałe	
258	OPENFIN	170	Finanse	Pośrednictwo finansowe	
259	OPONEO.PL	660	Handel i usługi	Handel internetowy	
260	OPTEAM	821	Technologie	Informatyka	Oprogramowanie
261	ORANGEPL	810	Technologie	Telekomunikacja	
262	ORBIS	631	Handel i usługi	Rekreacja i wypoczynek	Hotele i restauracje

1	2	3	4		
263	ORION	141	Finanse	Nieruchomości	Sprzedaż nieruchomości
264	ORZBIALY	370	Chemia i surowce	Recykling	
265	OTLOG	431	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Transport i logistyka	Transport
266	OTMUCHOW	511	Dobra konsumpcyjne	Artykuły spożywcze	Żywność
267	PAMAPOL	511	Dobra konsumpcyjne	Artykuły spożywcze	Żywność
268	PANOVA	411	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Budownictwo ogólne
269	PATENTUS	422	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Urządzenia mechaniczne
270	PBG	412	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Budownictwo przemysłowe
271	PBKM	750	Ochrona zdrowia	Biotechnologia	
272	PBSFINANSE	170	Finanse	Pośrednictwo finansowe	
273	PCCEXOL	312	Chemia i surowce	Chemia	Chemia specjalistyczna
274	PCCROKITA	311	Chemia i surowce	Chemia	Chemia podstawowa
275	PCGUARD	821	Technologie	Informatyka	Oprogramowanie
276	PCM	150	Finanse	Leasing i faktoring	
277	PEKABEX	414	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Materiały budowlane
278	PEKAO	111	Finanse	Banki	Banki komercyjne
279	PEMANAGER	180	Finanse	Działalność inwestycyjna	
280	PEP	221	Paliwa i energia	Energia	Energetyka
281	PEPEES	512	Dobra konsumpcyjne	Artykuły spożywcze	Napoje
282	PFLEIDER	361	Chemia i surowce	Drewno i papier	Drewno
283	PGE	221	Paliwa i energia	Energia	Energetyka

1	2	3	4		
284	PGNIG	211	Paliwa i energia	Paliwa i gaz	Wydobycie i produkcja
285	PGO	331	Chemia i surowce	Hutnictwo	Hutnictwo żelaza i stali
286	PGSSOFT	821	Technologie	Informatyka	Oprogramowanie
287	PHARMENA	730	Ochrona zdrowia	Produkcja leków	
288	PHN	142	Finanse	Nieruchomości	Wynajem nieruchomości
289	PKNORLEN	211	Paliwa i energia	Paliwa i gaz	Wydobycie i produkcja
290	PKOBP	111	Finanse	Banki	Banki komercyjne
291	PKPCARGO	431	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Transport i logistyka	Transport
292	PLASTBOX	351	Chemia i surowce	Guma i tworzywa sztuczne	Tworzywa sztuczne
293	PLATYNINW	149	Finanse	Nieruchomości	Pozostałe
294	PLAYWAY	650	Handel i usługi	Gry	
295	PMPG	642	Handel i usługi	Media	Wydawnictwa
296	POLICE	311	Chemia i surowce	Chemia	Chemia podstawowa
297	POLIMEXMS	412	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Budownictwo przemysłowe
298	POLNORD	141	Finanse	Nieruchomości	Sprzedaż nieruchomości
299	POLWAX	312	Chemia i surowce	Chemia	Chemia specjalistyczna
300	POZBUD	414	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Materiały budowlane
301	PRAGMAFA	150	Finanse	Leasing i faktoring	
302	PRAGMAINK	160	Finanse	Wierzytelności	
303	PRIMAMODA	521	Dobra konsumpcyjne	Odzież i kosmetyki	Odzież i obuwie
304	PRIMETECH	422	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Urządzenia mechaniczne

1	2	3	4		
305	PROCAD	821	Technologie	Informatyka	Oprogramowanie
306	PROCHEM	412	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Budownictwo przemysłowe
307	PROJPRZEM	412	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Budownictwo przemysłowe
308	PROTEKTOR	521	Dobra konsumpcyjne	Odzież i kosmetyki	Odzież i obuwie
309	PULAWY	311	Chemia i surowce	Chemia	Chemia podstawowa
310	PZU	121	Finanse	Ubezpieczenia	Ubezpieczenia
311	QUANTUM	822	Technologie	Informatyka	Systemy informatyczne
312	QUERCUS	132	Finanse	Rynek kapitałowy	Zarządzanie aktywami
313	R22	830	Technologie	Nowe technologie	
314	RADPOL	351	Chemia i surowce	Guma i tworzywa sztuczne	Tworzywa sztuczne
315	RAFAKO	412	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Budownictwo przemysłowe
316	RAFAMET	422	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Urządzenia mechaniczne
317	RAINBOW	632	Handel i usługi	Rekreacja i wypoczynek	Biura podróży
318	RANKPROGR	142	Finanse	Nieruchomości	Wynajem nieruchomości
319	RAWLPLUG	423	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Wyroby metalowe
320	REDAN	521	Dobra konsumpcyjne	Odzież i kosmetyki	Odzież i obuwie
321	REDWOOD	422	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Urządzenia mechaniczne



1	2	3	4		
322	REGNON	829	Technologie	Informatyka	Pozostałe
323	REINO	131	Finanse	Rynek kapitałowy	Giełdy i biura maklerskie
324	RELPOL	421	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Urządzenia elektryczne
325	REMAK	412	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Budownictwo przemysłowe
326	RONSON	141	Finanse	Nieruchomości	Sprzedaż nieruchomości
327	ROPCZYCE	414	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Materiały budowlane
328	RUBICON	180	Finanse	Działalność inwestycyjna	
329	SANOK	541	Dobra konsumpcyjne	Motoryzacja	Części samochodowe
330	SANPL	111	Finanse	Banki	Banki komercyjne
331	SANWIL	521	Dobra konsumpcyjne	Odzież i kosmetyki	Odzież i obuwie
332	SARE	821	Technologie	Informatyka	Oprogramowanie
333	SCOPAK	362	Chemia i surowce	Drewno i papier	Papier i opakowania
334	SECOGROUP	422	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Urządzenia mechaniczne
335	SEKO	511	Dobra konsumpcyjne	Artykuły spożywcze	Żywność
336	SELENAFM	414	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Materiały budowlane
337	SELVITA	750	Ochrona zdrowia	Biotechnologia	
338	SESCOM	450	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Usługi dla przedsiębiorstw	
339	SETANTA	180	Finanse	Działalność inwestycyjna	

1	2	3	4		
340	SFINKS	631	Handel i usługi	Rekreacja i wypoczynek	Hotele i restauracje
341	SIMPLE	821	Technologie	Informatyka	Oprogramowanie
342	SKARBIEC	132	Finanse	Rynek kapitałowy	Zarządzanie aktywami
343	SKOTAN	219	Paliwa i energia	Paliwa i gaz	Pozostałe
344	SKYLINE	180	Finanse	Działalność inwestycyjna	
345	SNIEZKA	414	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Materiały budowlane
346	SOHODEV	141	Finanse	Nieruchomości	Sprzedaż nieruchomości
347	SOLAR	521	Dobra konsumpcyjne	Odzież i kosmetyki	Odzież i obuwie
348	SONEL	421	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Urządzenia elektryczne
349	STALEXP	439	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Transport i logistyka	Pozostałe
350	STALPROD	331	Chemia i surowce	Hutnictwo	Hutnictwo żelaza i stali
351	STALPROFI	442	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Zaopatrzenie przedsiębiorstw	Wyroby hutnicze
352	STAPORKOW	423	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Wyroby metalowe
353	STARHEDGE	180	Finanse	Działalność inwestycyjna	
354	STELMET	539	Dobra konsumpcyjne	Wyposażenie domu	Pozostałe
355	SUNEX	421	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Urządzenia elektryczne
356	SUWARY	351	Chemia i surowce	Guma i tworzywa sztuczne	Tworzywa sztuczne

1	2	3	4		
357	SWISSMED	710	Ochrona zdrowia	Szpitale i przychodnie	
358	SYGNITY	822	Technologie	Informatyka	Systemy informatyczne
359	SYNEKTIK	750	Ochrona zdrowia	Biotechnologia	
360	TALEX	822	Technologie	Informatyka	Systemy informatyczne
361	TARCZYNSKI	511	Dobra konsumpcyjne	Artykuły spożywcze	Żywność
362	TAURONPE	221	Paliwa i energia	Energia	Energetyka
363	TBULL	650	Handel i usługi	Gry	
364	TERMOREX	212	Paliwa i energia	Paliwa i gaz	Dystrybucja paliw i gazu
365	TESGAS	413	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Inżynieria lądowa i wodna
366	TIM	441	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Zaopatrzenie przedsiębiorstw	Artykuły elektryczne
367	TORPOL	413	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Inżynieria lądowa i wodna
368	TOWERINVT	141	Finanse	Nieruchomości	Sprzedaż nieruchomości
369	TOYA	619	Handel i usługi	Handel hurtowy	Pozostałe
370	TRAKCJA	413	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Inżynieria lądowa i wodna
371	TRANSPOL	431	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Transport i logistyka	Transport
372	TRITON	141	Finanse	Nieruchomości	Sprzedaż nieruchomości
373	TSGAMES	650	Handel i usługi	Gry	
374	TXM	521	Dobra konsumpcyjne	Odzież i kosmetyki	Odzież i obuwie

1	2	3	4		
375	ULMA	414	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Materiały budowlane
376	ULTGAMES	650	Handel i usługi	Gry	
377	UNIBEP	411	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Budownictwo ogólne
378	UNIMA	822	Technologie	Informatyka	Systemy informatyczne
379	UNIMOT	212	Paliwa i energia	Paliwa i gaz	Dystrybucja paliw i gazu
380	URSUS	424	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Środki transportu
381	VANTAGE	141	Finanse	Nieruchomości	Sprzedaż nieruchomości
382	VENTUREIN	180	Finanse	Działalność inwestycyjna	
383	VIGOSYS	421	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Urządzenia elektryczne
384	VINDEXUS	160	Finanse	Wierzytelności	
385	VISTAL	413	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Inżynieria lądowa i wodna
386	VIVID	650	Handel i usługi	Gry	
387	VOTUM	129	Finanse	Ubezpieczenia	Pozostałe
388	VOXEL	720	Ochrona zdrowia	Sprzęt i materiały medyczne	
389	VRG	521	Dobra konsumpcyjne	Odzież i kosmetyki	Odzież i obuwie
390	WADEX	415	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Instalacje budowlane i komunikacyjne
391	WASKO	822	Technologie	Informatyka	Systemy informatyczne
392	WAWEL	511	Dobra konsumpcyjne	Artykuły spożywcze	Żywność

1	2	3	4		
393	WIELTON	424	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Środki transportu
394	WIKANA	141	Finanse	Nieruchomości	Sprzedaż nieruchomości
395	WILBO	511	Dobra konsumpcyjne	Artykuły spożywcze	Żywność
396	WINVEST	180	Finanse	Działalność inwestycyjna	
397	WIRTUALNA	644	Handel i usługi	Media	Portale internetowe
398	WITTCHEN	521	Dobra konsumpcyjne	Odzież i kosmetyki	Odzież i obuwie
399	WOJAS	521	Dobra konsumpcyjne	Odzież i kosmetyki	Odzież i obuwie
400	WORKSERV	450	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Usługi dla przedsiębiorstw	
401	XTB	131	Finanse	Rynek kapitałowy	Giełdy i biura maklerskie
402	XTPL	830	Technologie	Nowe technologie	
403	YOLO	170	Finanse	Pośrednictwo finansowe	
404	ZAMET	422	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Urządzenia mechaniczne
405	ZASTAL	439	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Transport i logistyka	Pozostałe
406	ZEPAK	221	Paliwa i energia	Energia	Energetyka
407	ZPUE	421	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Urządzenia elektryczne
408	ZREMB	422	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Przemysł elektromaszynowy	Urządzenia mechaniczne
409	ZUE	415	Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	Budownictwo	Instalacje budowlane i komunikacyjne
410	ZYWIEC	512	Dobra konsumpcyjne	Artykuły spożywcze	Napoje

**Źródło:** <https://www.gpw.pl/spolki> (dostęp: 1.10.2019), Notoria Serwis SA, [https://www-1emis-1com-100418ai7012e.han3.lib.uni.lodz.pl/cgi-bin/comp\\_profiles](https://www-1emis-1com-100418ai7012e.han3.lib.uni.lodz.pl/cgi-bin/comp_profiles) (dostęp: 1.10.2019).

## Załącznik 4

Kwestionariusz ankiety wykorzystany w badaniu profilu i preferencji inwestorów indywidualnych, instytucjonalnych oraz analityków giełdowych w zakresie wykorzystywania informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych dla potrzeb podejmowania decyzji inwestycyjnych, ze szczególnym uwzględnieniem kategorii wyniku całkowitego.

### Część I. Ogólne informacje o profilu inwestycyjnym

I.1. Które czynniki w Pani/Pana opinii są kluczowe w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych?

*Proszę wskazać wyłącznie jedną odpowiedź*

- czynniki fundamentalne (decydujące o sytuacji ekonomiczno-finansowej spółki i możliwościach jej rozwoju)
- czynniki giełdowe (dotyczące sytuacji na rynku papierów wartościowych)
- żadne
- nie mam zdania

I.2. Z jakich narzędzi korzysta Pani/Pan najczęściej, podejmując decyzje inwestycyjne?

*Proszę wskazać wyłącznie jedną odpowiedź*

- wyłącznie z analizy fundamentalnej
- wyłącznie z analizy technicznej
- z analizy fundamentalnej i technicznej
- z innych analiz (jakich?)
- z żadnych
- nie mam zdania

I.3. Czy przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych bierze Pani/Pan pod uwagę wielkość wskaźników giełdowych spółek?

*Proszę wskazać wyłącznie jedną odpowiedź*

- tak (*proszę przejść do pytania I.4*)
- nie (*proszę przejść do pytania I.5*)
- nie mam zdania (*proszę przejść do pytania I.5*)

I.4. Które wskaźniki giełdowe uważa Pani/Pan za kluczowe w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych?

*Proszę wskazać jedną bądź więcej odpowiedzi*

- C/Z (cena/zysk)
- C/WK (cena/wartość księgową)
- C/P (cena/przychody ze sprzedaży)
- EPS (zysk na jedną akcję)
- DY (stopa dywidendy)
- inne (jakie?)
- żadne
- nie mam zdania

I.5. Czy przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych bierze Pani/Pan pod uwagę wielkość wskaźników finansowych spółek?

*Proszę wskazać wyłącznie jedną odpowiedź*

- tak (przejdź do pytania I.6)
- nie (przejdź do części II)
- nie mam zdania (przejdź do części II)

I.6. Które wskaźniki finansowe uważa Pani/Pan za kluczowe w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych?

*Proszę wskazać jedną bądź więcej odpowiedzi*

- ROS (rentowność sprzedaży)
- ROE (rentowność kapitału własnego)
- ROA (rentowność aktywów)
- EVA (ekonomiczna wartość dodana)
- CFROI (gotówkowy zwrot z inwestycji)
- inne (jakie?)
- żadne
- nie mam zdania

## **Część II. Preferencje w zakresie raportów finansowych**

II.1. Który element raportu rocznego spółki jest według Pani/Pana najważniejszy przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych?

*Proszę wskazać jedną bądź więcej odpowiedzi*

- sprawozdanie zarządu
- sprawozdanie finansowe
- opinia i raport biegłego rewidenta
- sprawozdanie z działalności
- wszystkie wyżej wymienione
- żaden z wymienionych
- nie mam zdania

II.2. Jak często korzysta Pani/Pan z raportów finansowych spółki przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych?

*Proszę wskazać wyłącznie jedną odpowiedź*

- zawsze
- zazwyczaj
- czasami
- bardzo rzadko
- nigdy
- nie mam zdania

II.3. Analiza której części sprawozdania finansowego jest według Pani/Pana najważniejsza przy podejmowaniu decyzji finansowych?

*Proszę wskazać jedną bądź więcej odpowiedzi*

- bilans
- rachunek zysków i strat
- rachunek przepływów pieniężnych
- zestawienie zmian w kapitale własnym
- informacja dodatkowa
- nie mam zdania

II.4. Jak ocenia Pani/Pan stopień przydatności informacji pochodzących z poszczególnych sprawozdań finansowych w decyzjach inwestycyjnych?

*Proszę wskazać wyłącznie jedną odpowiedź przy danym sprawozdaniu (1 - nieistotne źródło informacji, 5 - bardzo istotne)*

Sprawozdanie	1	2	3	4	5	Nie mam zdania
Bilans						
Rachunek zysków i strat						
Rachunek przepływów pieniężnych						
Zestawienie zmian w kapitale własnym						
Informacja dodatkowa						

II.5. Które z wymienionych elementów stanowią według Pani/Pana o jakości sprawozdawczości finansowej spółek?

*Proszę wskazać jedną bądź więcej odpowiedzi*

- dostępność informacji
- kompletność informacji
- wiarygodność informacji
- zrozumiałość informacji
- porównywalność informacji
- inne (jakie?)
- nie mam zdania

II.6. Co Pani/Pana zdaniem najbardziej utrudnia analizę sprawozdań finansowych spółek?

*Proszę wskazać jedną bądź więcej odpowiedzi*

- niewystarczająca liczba informacji
- zbyt duża liczba informacji
- sposób prezentacji informacji
- trudny do zrozumienia język
- inne przyczyny (jakie?)
- nie mam zdania



**Część III. Przydatność wyniku całkowitego (*comprehensive income*)<sup>1</sup> w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych**

III.1. Proszę określić Pani/Pana stan wiedzy i doświadczenia w zakresie sprawozdań finansowych sporządzanych według MSSF<sup>2</sup>

*Proszę wskazać wyłącznie jedną odpowiedź*

- ponadprzeciętny
- bardzo dobry
- dobry
- przeciętny
- znikomy/żaden

III.2. Czy Pani/Pana zdaniem regulacje MSSF (w odróżnieniu od ustawy o rachunkowości) pozostawiają wiele swobody zarówno co do formy, jak i wewnętrznej struktury sprawozdań finansowych?

*Proszę wskazać wyłącznie jedną odpowiedź*

- tak
- nie
- nie mam zdania

III.3. Czy Pani/Pana zdaniem wprowadzenie sprawozdania z wyniku całkowitego do sprawozdawczości finansowej spółek zwiększyło przejrzystość prezentowanych informacji?

*Proszę wskazać wyłącznie jedną odpowiedź*

- tak
- nie
- nie mam zdania

III.4. Czy Pani/Pana zdaniem implementacja kategorii wyniku całkowitego zwiększyła użyteczność prezentowanych informacji?

*Proszę wskazać wyłącznie jedną odpowiedź*

- tak
- nie
- nie mam zdania

III.5. Czy według Pani/Pana raportowanie wyników całkowitych wraz z jego komponentami umożliwia pełniejsze zrozumienie i poprawną analizę wyników finansowych spółek akcyjnych?

*Proszę wskazać wyłącznie jedną odpowiedź*

---

1 *Comprehensive income* oznacza wynik (dochód, zysk) całkowity (całościowy, globalny, kompleksowy).

2 Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (MSSF), zgodnie z którymi począwszy od 1 stycznia 2009 roku spółki giełdowe w Polsce zobligowane są do sporządzanie sprawozdania z wyniku całkowitego.

- tak
- nie
- nie mam zdania

III.6. Czy analizuje Pani/Pan wartości wyników całkowitych w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych?

*Proszę wskazać wyłącznie jedną odpowiedź*

- tak
- nie
- nie mam zdania

III.7. Czy szacuje Pani/Pan wskaźniki finansowe z użyciem wyników całkowitych?

*Proszę wskazać wyłącznie jedną odpowiedź*

- tak
- nie
- nie mam zdania

III.8. Komu Pani/Pana zdaniem kategoria wyniku całkowitego jest najbardziej przydatna?

*Proszę wskazać jedną bądź więcej odpowiedzi*

- właścicielom
- menedżerom
- inwestorom
- analitykom
- innym podmiotom (jakim?)
- nikomu
- nie mam zdania

III.9. Proszę zaznaczyć potencjalną skalę przydatności kategorii pozostałego wyniku całkowitego dla beneficjentów sprawozdań finansowych

*Proszę zaznaczyć wyłącznie jedną odpowiedź przy danym wskazaniu (1 - nieprzydatne źródło informacji, 5 - bardzo przydatne)*

Kategoria	1	2	3	4	5	Nie mam zdania
Zmiany z przeszacowania składników majątkowych						
Zyski i straty aktuarialne z tytułu programu określonych świadczeń pracowniczych						
Zyski i straty wynikające z przeliczenia pozycji sprawozdania finansowego jednostki działającej za granicą						
Zyski i straty z tytułu przeszacowania składników aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży						

Zyski i straty związane z instrumentami zabezpieczającymi w ramach zabezpieczania przepływów pieniężnych						
--	--	--	--	--	--	--

III.10. Na podstawie poniższych stwierdzeń proszę dokonać wyboru między dwiema miami – wynikiem finansowym netto bądź wynikiem całkowitym  
*Proszę zaznaczyć wyłącznie jedną odpowiedź przy danym wskazaniu*

Treść stwierdzenia	Wynik netto	Wynik całkowity	Nie mam zdania
Bardziej zrozumiałe			
Wewnętrznie spójny			
Bardziej przydatny w ocenie spółki akcyjnej			
Mniej podatny na manipulacje księgowe			
Częściej używany do celów informacyjnych			
Bardziej przydatny do celów wyceny spółki			
Mniej użyteczny do celów prognozowania			
Oceniający rezultat decyzji menedżerów			
Bardziej powiązany z cenami rynkowymi akcji			
Wyrażający możliwość generowania zysków w przyszłości			

#### Część IV. Metryczka

##### IV.1. Płeć

- Mężczyzna  
 Kobieta

##### IV. 2. Wiek

- 18–25 lat  
 26–35 lat  
 36–45 lat  
 46–55 lat  
 56–65 lat  
 powyżej 65 lat

##### IV.3. Doświadczenie inwestycyjne

- do 2 lat  
 3–5 lat  
 6–10 lat  
 11–15 lat  
 więcej niż 15 lat

##### IV.4. Stan wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego

- ponadprzeciętny  
 bardzo dobry  
 dobry  
 przeciętny  
 znikomy/żaden

## Załącznik 5

Wskaźniki devRoA(CI), devRoA(NI), devRoE(CI), devRoE(NI), corrRoA(CI), corrRoA(NI)  
badanych spółek giełdowych (próbą 205 przedsiębiorstw)

Lp.	Spółka	devRoA(CI)	devRoA(NI)	devRoE(CI)	devRoE(NI)	corrRoA(CI)	corrRoA(NI)
1	2	3	4	5	6	7	8
1	06MAGNA	0,204	0,205	0,429	0,429	-0,700	-0,700
2	08OCTAVA	0,205	0,199	0,206	0,200	-0,450	-0,317
3	ABCDATA	0,029	0,028	0,106	0,103	-0,383	-0,333
4	ABPL	0,009	0,009	0,020	0,020	-0,017	0,083
5	ACTION	0,062	0,062	0,237	0,235	0,633	0,633
6	ADIUVO	0,206	0,032	0,252	0,037	0,496	0,057
7	AGORA	0,027	0,027	0,033	0,033	0,217	0,217
8	ALIOR	0,004	0,004	0,043	0,046	-0,317	-0,383
9	ALTUSTFI	0,165	0,165	0,236	0,235	0,485	0,485
10	AMICA	0,024	0,031	0,036	0,055	0,433	0,533
11	APATOR	0,037	0,035	0,050	0,047	-0,133	-0,017
12	ARCTIC	0,064	0,063	0,084	0,083	0,450	0,450
13	ARCUS	0,025	0,025	0,045	0,045	-0,633	-0,600
14	ARTERIA	0,042	0,043	0,085	0,086	0,850	0,850
15	ASSECOBS	0,025	0,025	0,032	0,032	0,667	0,667
16	ASSECOPOL	0,014	0,014	0,017	0,017	0,400	0,400
17	ASSECOSEE	0,020	0,019	0,020	0,020	-0,467	-0,467
18	ATAL	0,032	0,032	0,073	0,073	0,268	0,268
19	ATREM	0,054	0,054	0,087	0,085	0,383	0,483
20	AWBUD	0,119	0,117	0,655	0,656	0,050	0,033
21	BENEFIT	0,121	0,121	0,193	0,193	0,583	0,583
22	BEST	0,133	0,090	0,252	0,178	0,300	-0,050
23	BIOTON	0,114	0,114	0,149	0,149	-0,350	-0,350
24	BNPPPL	0,002	0,001	0,020	0,014	0,033	0,083
25	BOGDANKA	0,042	0,042	0,064	0,064	-0,067	-0,067

1	2	3	4	5	6	7	8
26	BORYSZEW	0,017	0,017	0,041	0,042	0,450	0,400
27	BOS	0,002	0,002	0,032	0,027	0,300	0,517
28	BOWIM	0,017	0,018	0,054	0,057	0,200	0,167
29	BUDIMEX	0,019	0,019	0,149	0,149	-0,067	-0,067
30	BUDOPOL	0,580	0,794	0,930	1,507	0,460	0,699
31	CALATRAVA	0,324	0,319	1,636	1,565	-0,443	-0,443
32	CAPITAL	0,130	0,120	0,151	0,138	-0,017	0,000
33	CCC	0,057	0,057	0,117	0,117	0,467	0,467
34	CDPROJEKT	0,173	0,173	0,255	0,255	0,300	0,300
35	CIECH	0,048	0,048	0,135	0,135	-0,267	-0,267
36	CIGAMES	1,571	1,652	2,067	2,208	-0,067	-0,117
37	CNT	0,084	0,088	0,154	0,162	-0,150	-0,150
38	COMPERIA	15,141	15,090	29,325	29,215	0,167	0,167
39	CPD	0,296	0,298	0,362	0,363	-0,233	-0,250
40	CUBEITG	0,291	0,291	0,818	0,818	-0,317	-0,317
41	CYFRPLSAT	0,156	0,156	0,301	0,301	0,400	0,400
42	CZTOREBKA	0,180	0,180	0,201	0,201	0,762	0,762
43	DECORA	0,043	0,042	0,081	0,079	0,633	0,400
44	DOMDEV	0,018	0,019	0,041	0,041	0,383	0,383
45	DROZAPOL	0,038	0,031	0,066	0,057	-0,450	-0,733
46	ELBUDOWA	0,033	0,035	0,064	0,068	0,533	0,600
47	ELEKTROTI	0,040	0,040	0,061	0,061	-0,050	-0,050
48	ELKOP	0,101	0,107	0,121	0,127	0,317	0,333
49	ELZAB	0,053	0,052	0,088	0,088	0,433	0,433
50	ENEA	0,024	0,023	0,036	0,037	-0,133	-0,050
51	ENERGA	0,018	0,018	0,028	0,027	0,117	0,167
52	ENERGOINS	0,063	0,063	0,153	0,153	0,517	0,517
53	ERBUD	0,022	0,021	0,056	0,054	0,067	0,067
54	ERG	0,020	0,018	0,035	0,032	0,133	0,167
55	ERGIS	0,029	0,034	0,055	0,068	-0,017	0,067
56	ESSYSTEM	0,022	0,022	0,025	0,025	0,300	0,333
57	EUCO	0,088	0,089	0,271	0,275	0,367	0,367
58	EUROCASH	0,022	0,022	0,120	0,121	-0,067	0,017
59	FAMUR	0,040	0,040	0,061	0,061	0,333	0,333

1	2	3	4	5	6	7	8
60	FERRUM	0,081	0,081	1,067	1,066	0,517	0,517
61	FORTE	0,040	0,033	0,062	0,052	0,100	0,483
62	GETIN	0,118	0,087	0,157	0,114	0,683	0,067
63	GETINOBLE	0,139	0,152	0,508	0,557	0,867	0,900
64	GINOROSSI	0,145	0,145	2,139	2,132	0,400	0,400
65	GLCOSMED	0,056	0,056	0,097	0,097	0,783	0,783
66	GPW	0,044	0,044	0,062	0,061	-0,183	-0,233
67	GROCLIN	0,105	0,107	0,277	0,279	0,100	0,100
68	GRUPAAZOTY	0,027	0,024	0,036	0,032	-0,217	-0,133
69	GTC	0,119	0,121	0,168	0,170	0,500	0,383
70	HANDLOWY	0,007	0,004	0,026	0,020	-0,167	0,283
71	HARPER	0,053	0,053	0,261	0,263	0,683	0,683
72	HYDROTOR	0,007	0,007	0,010	0,010	0,221	0,221
73	IDEABANK	0,026	0,026	0,475	0,470	-0,017	0,033
74	IDEON	0,641	0,648	0,493	0,514	0,057	0,172
75	IDMSA	0,297	0,297	2,418	2,418	0,267	0,167
76	IMMOBILE	0,048	0,047	0,071	0,069	-0,050	-0,050
77	IMPEL	0,027	0,027	0,032	0,032	-0,117	-0,117
78	HOLLYWOOD	0,235	0,222	0,274	0,257	0,417	0,417
79	IMPEXMET	0,016	0,013	0,022	0,018	0,067	0,000
80	IMS	0,145	0,157	0,319	0,347	0,717	0,750
81	INC	0,202	0,210	0,220	0,229	-0,367	-0,383
82	INDYKPOL	0,030	0,030	0,069	0,070	-0,067	-0,067
83	INGBSK	0,006	0,001	0,056	0,012	-0,167	-0,100
84	INPRO	0,017	0,017	0,052	0,052	0,267	0,267
85	INSTALKRK	0,030	0,030	0,052	0,052	0,467	0,467
86	INTERCARS	0,015	0,015	0,034	0,034	-0,133	-0,133
87	INTERFERI	0,011	0,011	0,013	0,013	0,233	0,183
88	INTROL	0,048	0,037	0,060	0,046	-0,033	-0,033
89	IQP	0,155	0,140	0,197	0,186	-0,100	0,683
90	ITMTRADE	0,202	0,201	1,051	1,051	0,500	0,700
91	IZOBLOK	0,040	0,040	0,077	0,077	0,383	0,383
92	IZOSTAL	0,018	0,018	0,035	0,035	0,517	0,517
93	JSW	0,104	0,101	0,211	0,204	0,383	0,383

1	2	3	4	5	6	7	8
94	KANIA	0,126	0,122	0,122	0,122	0,483	0,400
95	KCI	0,177	0,128	0,252	0,193	-0,017	-0,133
96	KETY	0,053	0,054	0,073	0,075	0,683	0,883
97	KGHM	0,123	0,124	0,163	0,166	0,833	0,867
98	KOGENERA	0,017	0,017	0,025	0,024	0,200	0,200
99	KOMPUTRON	0,013	0,013	0,040	0,040	-0,150	-0,067
100	KONSSTALI	0,021	0,021	0,041	0,041	0,350	0,350
101	KRAKCHEM	0,047	0,049	0,101	0,104	0,250	0,633
102	KREDYTIN	0,084	0,013	0,120	0,033	0,100	0,083
103	KRUK	0,051	0,050	0,178	0,178	0,283	0,283
104	KRUSZWICA	0,038	0,036	0,060	0,054	0,233	0,283
105	LARK	0,322	0,322	0,599	0,600	0,150	0,150
106	LARQ	0,134	0,134	0,189	0,191	-0,050	0,033
107	LENA	0,016	0,023	0,012	0,024	0,417	0,400
108	LENTEX	0,043	0,052	0,061	0,072	0,783	0,817
109	LOTOS	0,053	0,040	0,113	0,084	0,433	0,583
110	LUBAWA	0,030	0,023	0,035	0,027	-0,300	-0,050
111	MANGATA	0,050	0,052	0,065	0,068	-0,083	-0,017
112	MBANK	0,002	0,002	0,034	0,026	-0,083	0,367
113	MCI	0,088	0,090	0,108	0,110	0,083	0,067
114	MDIENERGIA	0,303	0,259	0,749	0,593	0,545	0,613
115	MENNICA	0,056	0,034	0,078	0,056	0,050	-0,100
116	MERCATOR	0,025	0,024	0,056	0,054	0,443	0,443
117	MERCOR	0,096	0,096	0,178	0,178	-0,100	-0,133
118	MFO	0,021	0,016	0,023	0,021	0,667	0,600
119	MILLENNIUM	0,003	0,002	0,032	0,017	-0,067	0,767
120	MOSTALWAR	0,073	0,070	0,557	0,548	0,200	0,200
121	MOSTALZAB	0,063	0,063	0,144	0,145	0,383	0,383
122	MUZA	0,023	0,026	0,039	0,044	0,667	0,133
123	NETIA	0,051	0,050	0,067	0,066	0,350	0,350
124	NEUCA	0,005	0,005	0,062	0,061	0,317	0,350
125	NEWAG	0,021	0,021	0,057	0,057	0,460	0,460
126	NOVITA	0,029	0,029	0,031	0,031	0,800	0,800
127	NOWAGALA	0,041	0,041	0,056	0,056	0,183	0,183

1	2	3	4	5	6	7	8
128	OPENFIN	0,235	0,235	0,373	0,372	0,633	0,633
129	ORANGEPL	0,037	0,037	0,080	0,080	0,667	0,667
130	ORBIS	0,015	0,016	0,021	0,021	-0,033	-0,033
131	ORZBIALY	0,066	0,050	0,086	0,066	0,067	0,533
132	OTMUCHOW	0,053	0,053	0,099	0,098	0,650	0,650
133	PATENTUS	0,042	0,039	0,066	0,061	0,683	0,550
134	PBG	0,314	0,314	4,617	4,622	-0,283	-0,283
135	PBKM	0,028	0,026	0,040	0,037	0,629	0,648
136	PBSFINANSE	0,040	0,045	0,042	0,048	0,483	0,367
137	PCCEXOL	0,346	0,346	0,598	0,598	0,800	0,817
138	PCCROKITA	0,042	0,044	0,086	0,091	0,167	0,167
139	PEKAO	0,004	0,003	0,024	0,016	0,500	0,900
140	PEPEES	0,031	0,031	0,052	0,052	0,383	0,383
141	PFLEIDER	0,040	0,038	0,066	0,064	0,467	0,467
142	PGE	0,040	0,041	0,045	0,046	-0,350	-0,350
143	PGNIG	0,018	0,013	0,023	0,016	-0,017	-0,067
144	PGO	0,078	0,078	0,109	0,109	-0,333	-0,333
145	PHARMENA	0,020	0,020	0,022	0,022	0,400	0,400
146	PKNORLEN	0,051	0,047	0,101	0,091	0,600	0,417
147	PKOBP	0,004	0,004	0,028	0,030	0,867	0,767
148	PKPCARGO	0,018	0,019	0,032	0,034	0,306	0,306
149	PLASTBOX	0,010	0,010	0,016	0,016	-0,067	-0,067
150	POLICE	0,067	0,067	0,134	0,134	-0,067	-0,067
151	POLIMEXMS	0,081	0,081	2,391	3,904	0,333	0,600
152	POLNORD	0,040	0,039	0,073	0,072	0,367	0,400
153	PRAGMAINK	0,048	0,048	0,093	0,093	0,750	0,750
154	PRIMETECH	0,136	0,138	0,350	0,358	-0,333	-0,033
155	PROCAD	0,014	0,013	0,019	0,018	-0,350	-0,200
156	PROCHEM	0,047	0,047	0,086	0,086	-0,350	-0,350
157	PROJPRZEM	0,037	0,041	0,051	0,055	0,250	0,200
158	PROTEKTOR	0,065	0,063	0,086	0,083	0,267	0,267
159	PULAWY	0,043	0,043	0,056	0,056	0,267	0,150
160	R22	0,000	0,000	0,000	0,000	0,383	0,383
161	RADPOL	0,047	0,045	0,085	0,084	0,800	0,817



1	2	3	4	5	6	7	8
162	RAFAKO	0,050	0,050	0,141	0,142	0,417	0,417
163	RAFAMET	0,020	0,011	0,035	0,017	0,633	0,533
164	RAINBOW	0,044	0,047	0,116	0,123	-0,233	-0,300
165	REDWOOD	0,387	0,387	11,062	11,062	0,783	0,783
166	REGNON	0,766	0,750	20,967	20,965	-0,167	-0,167
167	RELPOL	0,060	0,064	0,085	0,090	0,100	0,100
168	ROPCZYCE	0,009	0,008	0,015	0,014	0,100	-0,233
169	RUBICON	0,154	0,154	0,306	0,306	0,083	0,083
170	SANOK	0,038	0,038	0,051	0,052	0,533	0,533
171	SANPL	0,003	0,002	0,039	0,031	0,500	0,650
172	SARE	0,136	0,137	0,185	0,186	0,433	0,467
173	SECOGROUP	0,058	0,056	0,076	0,075	0,033	0,100
174	SELENAFM	0,071	0,071	0,100	0,100	-0,400	-0,400
175	SFINKS	0,255	0,255	6,200	6,342	0,817	0,817
176	SKARBIEC	0,072	0,072	0,073	0,073	0,301	0,301
177	SNIEZKA	0,038	0,038	0,088	0,088	0,350	0,350
178	SOHODEV	0,126	0,244	0,301	0,647	-0,306	-0,323
179	STALEXP	0,121	0,122	0,122	0,122	0,200	0,450
180	STALPROD	0,036	0,036	0,040	0,040	0,617	0,617
181	STALPROFI	0,071	0,018	0,109	0,032	0,483	0,500
182	SYGNITY	0,067	0,067	0,409	0,409	0,300	0,300
183	SYNEKTIK	0,027	0,027	0,098	0,098	0,067	0,067
184	TAURONPE	0,041	0,042	0,063	0,064	0,283	0,383
185	TORPOL	0,018	0,018	0,060	0,060	0,354	0,354
186	TOYA	0,020	0,020	0,028	0,028	0,350	0,350
187	TRAKCJA	0,037	0,037	0,073	0,073	0,433	0,300
188	UNIBEP	0,018	0,018	0,040	0,042	0,283	0,400
189	UNIMA	0,032	0,032	0,050	0,049	0,400	0,400
190	UNIMOT	0,032	0,030	0,121	0,111	0,435	0,469
191	URSUS	0,080	0,080	0,331	0,331	-0,133	-0,100
192	VIGOSYS	0,029	0,029	0,053	0,053	0,409	0,409
193	VINDEXUS	0,043	0,018	0,061	0,035	0,117	0,250
194	VISTAL	0,340	0,338	2,163	2,164	0,528	0,528
195	WASKO	0,017	0,017	0,028	0,028	0,333	0,333

1	2	3	4	5	6	7	8
196	WAWEL	0,017	0,019	0,030	0,030	0,100	0,183
197	WIKANA	0,068	0,068	0,168	0,167	0,176	0,176
198	WINVEST	2,401	2,401	0,972	0,973	0,500	0,500
199	WOJAS	0,034	0,027	0,079	0,059	0,067	0,050
200	XTB	0,021	0,021	0,034	0,035	0,542	0,542
201	ZAMET	0,123	0,123	0,195	0,195	0,517	0,517
202	ZPUE	0,030	0,029	0,052	0,051	0,650	0,450
203	ZREMB	0,221	0,240	0,538	0,572	0,033	0,100
204	ZUE	0,035	0,035	0,093	0,093	0,533	0,533
205	ZYWIEC	0,018	0,018	0,251	0,254	0,067	0,017

**Źródło:** opracowanie własne.

