



Artur Sajnog

Uniwersytet Łódzki
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa
kaspul@uni.lodz.pl

ZYSK CAŁKOWITY A RENTOWNOŚĆ KAPITAŁU WŁASNEGO PRZEDSIĘBIORSTWA

Streszczenie: Głównym celem opracowania jest zbadanie roli i znaczenia kategorii zysku całkowitego w kształtowaniu rentowności kapitału własnego giełdowych spółek akcyjnych¹. Wiodącym nurtem badań teoretyczno-empirycznych jest próba weryfikacji hipotezy stwierdzającej występowanie zróżnicowanych efektów poznawczych analizy rentowności kapitału własnego z wykorzystaniem zysku całkowitego i zysku netto. W celu weryfikacji empirycznej powyższej hipotezy badawczej badaniem zostały objęte spółki notowane na GPW w Warszawie z indeksu WIG30. Diagnoza ta została przeprowadzona na podstawie kwartalnych sprawozdań finansowych z lat 2009-2014.

Słowa kluczowe: zysk całkowity, rentowność kapitału własnego, model Du Pont'a.

Wprowadzenie

Rentowność kapitału własnego przedsiębiorstwa jest kształtowana przez wiele zmiennych zależnych i niezależnych od danej jednostki gospodarczej. Jest ona postrzegana jako instrument i kryterium oceny efektywności realizacji celu właściciela i zarazem jako ważna podstawa podejmowania decyzji inwestorskich związanych z aprecjacją bądź deprecjacją przedsiębiorstwa. Osiągnięcie zysku stanowi bowiem o realności rozwoju inwestycyjnego, przyciągnięciu kapitału obcego, rozwoju kapitału społecznego, wzroście rynkowej ceny akcji itp.

Intencją opracowania jest przedstawienie wyników komparatywnych badań empirycznych nad charakterem i siłą wpływu czynników kształtujących poziom

¹ Publikacja finansowana ze środków z dotacji na zadania służące rozwojowi młodych naukowców i doktorantów.

rentowności kapitału własnego (mierzonej za pomocą zysku całkowitego i zysku netto), przy wykorzystaniu powszechnie znanego modelu Du Pont'a oraz jego rozwiniętych wersji. Wedle tradycyjnego ujęcia analizy czynnikowej rentowność kapitału własnego kształtowana jest przez rentowność sprzedaży, rotację aktywów oraz wielkość kapitału własnego skierowaną na finansowanie majątku przedsiębiorstwa. Biorąc pod uwagę szerszą gamę czynników wpływających na rentowność kapitału własnego, wskazać można ponadto marżę operacyjną, efekt kosztów finansowych czy też opodatkowania.

Dla realizacji celu opracowania przyjęto podstawową hipotezę badawczą, stwierdzającą występowanie zróżnicowanych efektów poznawczych w analizie rentowności kapitału własnego z wykorzystaniem zysku całkowitego i zysku netto.

Ważność podejmowanego problemu wynika przede wszystkim z faktu, iż rentowność kapitału własnego jest zasadniczą zmienną kształtującą procesy formułowania, realizacji i kontrolowania strategii finansowych przedsiębiorstwa. Nadto zasadność podjęcia analizy nad tymi kwestiami znajduje wyraz w potrzebie monitorowania przydatności w zarządzaniu nowej kategorii finansowej w postaci dochodu całkowitego, która wprowadzona została do sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstw w Polsce w 2009 r.

W celu weryfikacji empirycznej hipotezy zostały wykorzystane rezultaty działania spółek akcyjnych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie z indeksu WIG30, zaczerpnięte z kwartalnych sprawozdań finansowych spółek dostępnych w bazie danych EMIS (ang. *Emerging Markets Information Service*). Okres badań przedsiębiorstw objął 6 lat, tj. kwartalne wyniki spółek w latach 2009-2014.

1. Czynniki kształtujące rentowność kapitału własnego przedsiębiorstwa

Rentowność kapitału własnego jest jednym z zasadniczych kryteriów i mierników oceny każdego przedsiębiorstwa. Jej wielkość zależy od zmian wielu różnorodnych czynników, przyjętej formy obliczania i skuteczności stosowania w systemie zarządzania przedsiębiorstwem. Zastosowanie określonej formuły konstrukcji miernika rentowności kapitału własnego przedsiębiorstwa jest wynikiem przyjętej i realizowanej koncepcji zarządzania przedsiębiorstwem oraz uznanych społecznie, sformalizowanych reguł uwidaczniania efektów działania tych jednostek. Jedną z nich jest przedstawianie rentowności kapitału własnego w formie współ-

czynnika obrazującego relację osiągniętego zysku netto do wartości księgowej kapitału własnego przedsiębiorstwa.

Współczynnik rentowności kapitału własnego jest powszechnie stosowanym miernikiem oceny efektywności działania przedsiębiorstwa. Jego zastosowanie w systemie zarządzania wynika z przyjętej i realizowanej koncepcji zarządzania przedsiębiorstwem zorientowanej na pomnażanie korzyści dla interesariuszy, z preferencją długookresowego interesu właścicieli.

Tego rodzaju długookresowy wymiar oceny rentowności kapitału własnego jednoznacznie wskazuje na zawarcie w tej ocenie i tym samym w konstrukcji tego miernika wielu kluczowych kwestii odnoszących się do całokształtu warunków i sposobów realizacji przyjętych celów strategicznych. Bez wątpienia cele te odnoszą się do efektywności gospodarowania zasobami majątkowymi, źródeł finansowania majątku oraz produkcji i sprzedaży. Te trzy obszary, tj. majątek, źródła finansowania oraz produkcja i sprzedaż, uznane mogą być za najistotniejsze determinanty kształtowania korzyści właścicieli przedsiębiorstwa i tym samym za czynniki kształtujące wartość współczynnika rentowności kapitału własnego. Akceptacja tego spostrzeżenia oznacza, że podkreślona zostaje tym sposobem kwestia podejmowania bieżących i strategicznych decyzji w organizacjach, które skupiają się na rozpoznaniu i wykorzystaniu możliwości bardziej efektywnego gospodarowania aktywami oraz tworzenia warunków pomyślnej ekonomicznie absorpcji obcych źródeł finansowania i umacniania miejsca i roli jednostki na rynku sprzedaży produktów i usług.

Wykorzystanie współczynnika rentowności kapitału własnego przedsiębiorstwa w zarządzaniu jest procesem niezmiernie złożonym i trudnym z uwagi nie tylko na to, że jego wartość zmienia się pod wpływem wielu odmiennych czynników, lecz także ze względu na pełnienie przez niego szeregu różnorodnych ważnych funkcji w zarządzaniu, które wykraczają daleko poza wąsko rozumiane zainteresowanie właścicieli przedsiębiorstwa osiąganymi wynikami gospodarczymi. Wystarczy wskazać na funkcję informacyjną współczynnika rentowności kapitału własnego, która ma miejsce w spółkach publicznych, i tym samym na reakcję inwestorów giełdowych na zmianę tej rentowności.

Rentowność kapitału własnego przedsiębiorstwa ma charakter miernika syntetycznego, który w procesie diagnostyki i analizy ekonomicznej jest poddany procesom operacjonalizacji, zmierzającej do poznania i oceny czynników, warunków i sposobów realizacji celów działania przedsiębiorstwa oraz sformułowania zaleceń terapeutycznych lub profilaktycznych. Mogą one odnosić się do rentowności sprzedaży (skala i struktura sprzedaży, koszty produkcji i sprzedaży, marża zysku jednostkowego, charakter popytu itp.), aktywności gospodaro-

wania majątkiem całkowitym (wielkość i struktura majątku, stopień wykorzystania zdolności produkcyjnej, materiałochłonność produkcji i sprzedaży, polityka kredytu kupieckiego itp.) oraz wspierania finansowego przedsiębiorstwa (skala i struktura zadłużenia, stopień wspierania finansowego przedsiębiorstwa, premia zadłużenia itp.).

Bez fragmentacji współczynnika rentowności kapitału własnego przedsiębiorstwa, wyrażonej jako relacja wyniku finansowego do wielkości księgowej kapitału własnego [Burzym, 1971, s. 38], jego wartość nie posiada znaczących możliwości interpretacyjnych w zakresie czynników determinujących zyskowność jednostki gospodarczej. Znacznie większe możliwości interpretacyjne w celu oceny zależności przyczynowo-skutkowych stwarza układ strukturalny, nazywany „analizą piramidalną”. Jedną z najbardziej znanych form czynnikowej analizy rentowności kapitału własnego, a tym samym rozbudowy syntetycznego miernika, jest model Du Pont’a, sformułowany po raz pierwszy w 1919 r. przez F. Donaldsona Browna – elektrotechnika, pracownika firmy Du Pont de Nemours and Co. Pierwotna wersja modelu traktowała rentowność aktywów całkowitych (*ROTA*) jako iloczyn rentowności sprzedaży (*ROS*) oraz obrotowości aktywów całkowitych (*TATA*). W latach 70. ubiegłego wieku powyższy model został rozwinięty o mnożnik kapitału własnego (*CM*) i powstał model trójczynnikowy, opisujący determinanty rentowności kapitału własnego (*ROE*) w następujący sposób [Blumenthal, 1998; Rutkowski, 2003, s. 105; Bednarski, 2003, s. 85-90]:

$$ROE = ROTA \times CM = ROS \times TATA \times CM,$$

$$\text{czyli: } \frac{EAT}{E} = \frac{EAT}{TA} \times \frac{TA}{E} = \frac{EAT}{S} \times \frac{S}{TA} \times \frac{TA}{E},$$

gdzie:

EAT – zysk netto,

E – kapitał własny,

TA – aktywa całkowite,

S – przychody ze sprzedaży.

Jak pokazują wyniki badań przeprowadzone przez Skoczylas, największym stopniem oddziaływania na rentowność kapitału własnego cechuje się rentowność sprzedaży, natomiast w mniejszym stopniu oddziałuje sprawność obrotu aktywami oraz zmiana struktury kapitałowej (mnożnik kapitałowy) [Skoczylas i Niemiec, 2004, s. 151-152]. Inne badania polskich przedsiębiorstw pokazują, że podstawowym czynnikiem zmian współczynnika rentowności kapitału własnego jest głównie rentowność sprzedaży, drugim zaś jest mnożnik kapitałowy

[Duraj i Sajnog, 2011, s. 109-114]. Najbardziej podnoszonym czynnikiem o znaczącym wpływie na rentowność kapitału własnego jest obrotowość aktywów przedsiębiorstwa [Łukasik, 1998, s. 161].

Pod koniec lat 90. ubiegłego wieku zaproponowano dalszą modyfikację modelu, wprowadzając zysk przed odsetkami i opodatkowaniem (*EBIT*). Powstał tym samym pięcioczynnikowy model Du Ponta, który wyrazić można następująco [Hawawini i Viallet, 1999]:

$$ROE = OPM \times TATA \times CM \times FCR \times TR,$$

$$\text{czyli: } \frac{EAT}{E} = \frac{EBIT}{S} \times \frac{S}{TA} \times \frac{TA}{E} \times \frac{EBT}{EBIT} \times \frac{EAT}{EBT},$$

gdzie:

OPM – marża zysku operacyjnego,

FCR – wskaźnik kosztów finansowych,

TR – wskaźnik opodatkowania,

EBT – zysk przed podatkiem dochodowym (zysk brutto),

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Wskazać należy, iż w literaturze przedmiotu znajduje się wiele analiz i egemplifikacji modelu Du Ponta [Żwirbła, 2005] oraz wiele jego rozwinięć (od ujęcia sześcioczynnikowego, poprzez kolejne, do najszerzego – dziewięcioczynnikowego [Sibiński, 2013]), jak również kompleksowych systemów wskaźników [Wędzki, 2009]. Niemniej jednak za najbardziej popularne metody czynnikowej oceny rentowności kapitału własnego przedsiębiorstw należy uznać: podejście tradycyjne (trzyczynnikowe) oraz model pięcioczynnikowy.

Wykorzystanie analizy czynnikowej rentowności kapitału własnego wymaga posługiwania się danymi zawartymi w sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstwa. W analizie ekonomicznej tej rentowności wykorzystane mogą być również dwa rodzaje sprawozdań finansowych, po to, by stwierdzić, w jakim stopniu wykorzystane dane liczbowe z tych sprawozdań wpływają na odmienność obrazu czynników kształtujących satysfakcję właścicieli przedsiębiorstwa. Próbę takiego stwierdzenia podjęto z wykorzystaniem zysku całkowitego i zysku netto w ocenie badanej zmiennej objaśnianej.

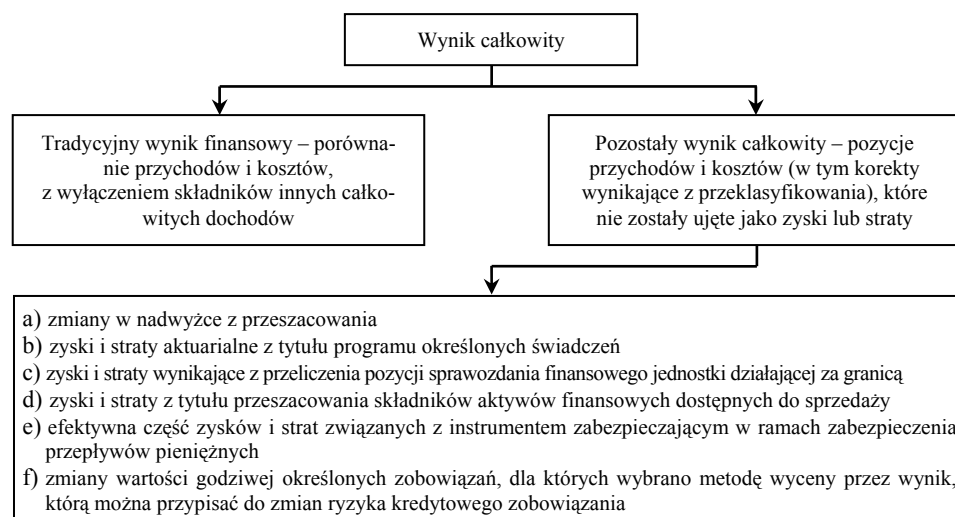
2. Istota wyniku całkowitego przedsiębiorstwa

Kategoria dochodu całkowitego pojawiła się w polskiej sprawozdawczości finansowej w 2009 r. wraz z implementacją założeń Międzynarodowych Standardów Rachunkowości z 2008 r. [MSR 1, 2008] Zgodnie z nimi spółki publicz-

ne notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie są zobligowane do prezentacji sprawozdania z całkowitych dochodów (ang. *statement of comprehensive income*).

W literaturze przedmiotu odnaleźć można zróżnicowane tłumaczenia angielskiego terminu *comprehensive income*, który określany jest jako całkowity (całościowy, globalny) dochód, wynik lub zysk. Niejednoznaczność definicji tej kategorii wynika bowiem z faktu, iż pojęcie „dochodu” utożsamiane jest niewątpliwie z kwestiami podatkowymi i nie mieści się w kategoriach finansowych. Ponadto użycie terminu „dochód” można uznać za niefortunne za względu na jego właściwości. Jak wskazuje Szychta, wartość *comprehensive income* może być zarówno dodatnia, jak i ujemna, zaś posługiwanie się terminem „całkowitego dochodu” wskazuje wyłącznie na jego dodatnie wartości [Szychta, 2012]. Dlatego też coraz częściej teoretycy i praktycy sprawozdawczości finansowej posługują się analogicznym terminem, jak w tradycyjnym rachunku zysków i strat, czyli „wynikiem” bądź „zyskiem” [Walińska 2012, s. 38-42].

Zgodnie z MSR wynik całkowity to zmiana w kapitale własnym, która nastąpiła w ciągu okresu na skutek transakcji oraz innych zdarzeń, inna niż zmiany wynikające z transakcji dokonywanych z właścicielami występującymi w charakterze udziałowców [MSR 1, 2008, par. 7]. Wynik całkowity uwzględnia zatem, poza tradycyjnym wynikiem finansowym netto, pozostałe inne całkowite dochody, czyli przychody i koszty, które zgodnie z przyjętymi konwencjami rachunkowości wpływają bezpośrednio na kapitał własny [Marcinkowska, 2007, s. 264] – zob. rys. 1.



Rys. 1. Kształtowanie wyniku całkowitego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [MSR 1, 2008, par. 7; Buk, 2013, s. 10].

Głównym motywem implementacji kategorii wyniku całkowitego do sprawozdawczości finansowej spółek stał się wzrost użyteczności i przejrzystości prezentowanych informacji o dokonaniach jednostki. Jak wynika z analizy zagranicznej literatury przedmiotu, wynik całkowity, w porównaniu do tradycyjnego wyniku finansowego, ma szereg atrybutów, w tym m.in.: wyraża większy potencjał przedsiębiorstwa do generowania zysków w przyszłości [Kanagaretman, Mathieu i Shehata, 2009, s. 352], jest bardziej spójny i zgodny z teorią wyceny przedsiębiorstw [Dhaliwal, Subramanyam i Trezevant, 1999, s. 45], wykazuje się wyższą korelacją ze stopami zwrotu z akcji [Biddle i Choi, 2006, s. 1-32], a przede wszystkim wydaje się mniej podatny na manipulacje księgowe i realizacje strategii legalnego bądź nielegalnego zarządzania wynikiem finansowym [Hirst i Hopkins, 2007, s. 47-75; Chambers i in., 2007, s. 561].

Operacjonalizacja praktyczna wyniku całkowitego tworzy jednakże wiele trudności oraz budzi wiele kontrowersji. Przeprowadzone badania polskich spółek giełdowych dotyczące oceny koncepcji wyniku całościowego wskazują bowiem na występowanie wielu złożonych problemów merytorycznych, metodycznych i praktycznych, utrudniających sformułowanie przekonujących argumentów na rzecz uznania wyniku całkowitego za priorytetowe i zasadnicze kryterium oceny rentowności przedsiębiorstwa. Dadzą się one wyspecyfikować w formie pięciu zasadniczych stwierdzeń, a mianowicie [Sajnóg, 2013, s. 260]:

- 1) w praktyce gospodarczej nie wszystkie spółki giełdowe wykazują całkowite dochody w sprawozdawczości finansowej,
- 2) spółki stosują różną nomenklaturę komponentów całkowitych dochodów, co może niekorzystnie wpływać na porównywalność prezentowanych informacji finansowych,
- 3) występuje zróżnicowana przejrzystość składników wyniku całościowego, mogących nie dostarczać użytkownikom sprawozdań finansowych informacji przydatnych przy podejmowaniu decyzji finansowych,
- 4) często tradycyjny wynik finansowy nie różni się od wyniku całościowego,
- 5) całkowite dochody niekoniecznie są silniej związane z miernikami rynkowymi w porównaniu do tradycyjnego zysku netto.

3. Wyniki badań empirycznych

Weryfikacja postawionej hipotezy badawczej została przeprowadzona na podstawie danych finansowych otrzymanych z 27 spółek wchodzących w skład

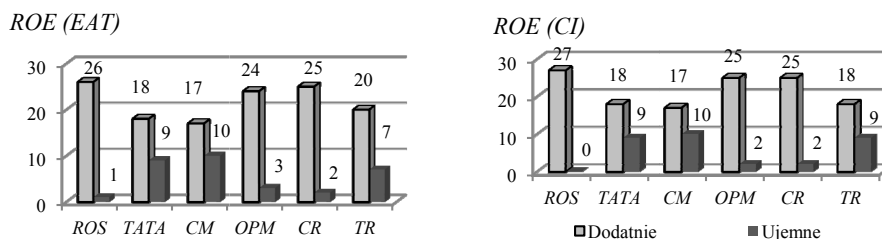
indeksu WIG30². W komparatywnej ocenie zależności między stopami zwrotu z kapitału własnego a jej komponentami zastosowano analizę korelacji z wykorzystaniem współczynnika rang Spearmana. Procedura badawcza została zrealizowana w czterech częściach, odpowiadających czterem wersjom analizy Du Ponta (zob. tabela 1).

Tabela 1. Cztery wymiary oceny czynnikowej rentowności kapitału własnego opartej na analizie Du Ponta

1	
2	
3	
4	

* ROE_{EAT} – współczynnik rentowności kapitału własnego liczony w oparciu o zysk netto, ROE_{EAT} – współczynnik rentowności sprzedaży liczony w oparciu o zysk netto, ROE_{CI} – współczynnik rentowności kapitału własnego liczony w oparciu o zysk całkowity, ROS_{CI} – współczynnik rentowności sprzedaży liczony w oparciu o zysk całkowity, $OCIR$ – wskaźnik innych całkowitych dochodów będący relacją zysku całkowitego do zysku netto ().

Obserwacja obliczonych współczynników korelacji rang Spearmana pozwala stwierdzić, iż w większości analizowanych spółek zanotowano dodatnie wartości współczynników korelacji, co świadczy o pozytywnej zależności między czynnikami kształtującymi rentowność kapitału własnego a stopami zwrotu z tegoż kapitału. Szczególną uwagę zwrócić należy na zależność między współczynnikami , i a , w przypadku których owe pozytywne zależności były najczęstsze (zob. rys. 2). Zestawiając z kolei wpływ czynników kształtujących rentowność wyrażaną za pomocą zysku całkowitego w porównaniu do zysku netto, wskazać należy, iż poza oddziaływaniem wskaźnika opodatkowania, pozostałe zmienne okazały się nieznacznie, ale bardziej pozytywnie związane ze współczynnikiem rentowności anizeli tradycyjnym .



Rys. 2. Liczba badanych spółek w podziale na charakter zależności między rentownością kapitału własnego liczoną za pomocą współczynników i miernikami , , , , oraz (za lata 2009-2014)

² Trzy spółki (GTC, PZU oraz KERNEL HOLDING) nie sporządzały jednostkowych sprawozdań finansowych wedle MSR, tym samym nie wyodrębniały kategorii dochodów całkowitych.

Szczegółowa analiza wykazała, iż wiodącym czynnikiem kształtującym rentowność kapitału własnego okazała się rentowność sprzedaży. Warto podkreślić, iż obliczone współczynniki korelacji rang w większości analizowanych jednostek wskazały na istnienie silnej pozytywnej zależności między badanymi zmiennymi. Co ważne, okazały się istotne statystycznie. W ocenie pozytywnego wpływu rentowności sprzedaży na rentowność kapitału własnego zauważyć należy widoczną przewagę miernika ROE_{CI} nad ROE_{EAT} . W przypadku tego pierwszego współczynnika silne bądź znaczące zależności odnotowano aż w 26 spółkach (zob. tabela 2 i 3).

Tabela 2. Systematyka współczynników korelacji między miernikami ROS_{EAT} , $TATA$, CM , OPM , FCR i TR a stopą zwrotu z kapitału własnego ROE_{EAT} w podziale na siłę i charakter zależności oraz ich istotność statystyczną (za lata 2009-2014)

Charakter zależności	Siła związku	Zależność między ROE_{EAT} a:					
		ROS_{EAT}	$TATA$	CM	OPM	FCR	TR
Pozytywna	Silna	19 (19)*	–	–	4 (4)	1 (1)	–
	Znacząca	3 (3)	3 (3)	1 (1)	3 (3)	4 (4)	2 (2)
	Umiarkowana	4 (4)	8 (5)	4 (4)	12 (11)	14 (13)	9 (9)
	Niska bądź brak	–	7 (0)	13 (0)	5 (0)	6 (0)	9 (0)
Negatywna	Silna	–	–	–	–	–	–
	Znacząca	–	–	1 (1)	–	1 (1)	–
	Umiarkowana	–	–	2 (2)	–	–	1 (1)
	Niska bądź brak	1 (0)	9 (0)	6 (0)	3 (0)	1 (0)	6 (0)

* W nawiasie podano istotne statystycznie współczynniki korelacji (poziom istotności 0,05).

Tabela 3. Systematyka współczynników korelacji między miernikami ROS_{CI} , $TATA$, CM , OPM , FCR , TR i $OCIR$ a stopą zwrotu z kapitału własnego ROE_{CI} w podziale na siłę i charakter zależności oraz ich istotność statystyczną (za lata 2009-2014)

Charakter zależności	Siła związku	Zależność między ROE_{CI} a:						
		ROS_{CI}	$TATA$	CM	OPM	FCR	TR	$OCIR$
Pozytywna	Silna	21 (21)	–	–	3 (3)	–	–	1 (1)
	Znacząca	5 (5)	3 (3)	1 (1)	5 (5)	3 (3)	2 (2)	2 (2)
	Umiarkowana	1 (1)	7 (5)	2 (2)	10 (9)	14 (12)	6 (6)	4 (4)
	Niska bądź brak	–	8 (0)	14 (0)	7 (0)	8 (0)	10 (0)	9 (0)
Negatywna	Silna	–	–	–	–	–	–	–
	Znacząca	–	–	–	–	–	–	1 (0)
	Umiarkowana	–	–	1 (1)	–	1 (0)	–	1 (1)
	Niska bądź brak	–	9 (0)	9 (0)	2 (0)	1 (0)	9 (0)	7 (0)

Istotne współczynniki korelacji rang Spearmana w przypadku pozostałych zmiennych ($TATA$, CM , OPM , FCR , TR) wskazują, poza kilkoma wyjątkami, na istnienie faktycznie pozytywnej ich relacji ze stopą zwrotu z kapitału własnego. Siła ich oddziaływania okazała się jednakże znacznie słabsza, aniżeli przy mier-

niku ROS . Porównując w tym kontekście znaczenie obydwu miar rentowności (ROE_{CI} i ROE_{EAT}), podkreślić należy, iż nieznacznie lepiej sprawdził się tym razem tradycyjny miernik rentowności, wykorzystujący zysk netto.

Na szczególną uwagę zasługują także dwa czynniki kształtujące rentowność kapitału własnego: marża zysku operacyjnego (OPM) oraz wskaźnik kosztów finansowych (FCR). Przeprowadzone badania empiryczne pokazały bowiem, że kilkanaście analizowanych spółek charakteryzowało się w badanym sześcioleciu pozytywnym wpływem tych zmiennych na stopę zwrotu z kapitału własnego o silnym, znaczącym bądź umiarkowanym charakterze. Obserwacja obliczonych współczynników korelacji rang dla pozostałych zmiennych pięcioczynnikowego modelu Du Ponta ($TATA$, CM , TR) pokazała, iż dla omawianych spółek analizowane zależności rzadziej były istotne statystycznie. W kilku przypadkach przy założonym poziomie istotności stwierdzić należy także negatywny wpływ struktury kapitału i efektu podatkowego na rentowność kapitału własnego, nadto widoczny bardziej przy zastosowaniu tradycyjnego miernika ROE_{EAT} .

Analiza istotnych statystycznie współczynników korelacji pokazała także, iż tylko w 7 spośród 25 badanych spółek³ zależności między wskaźnikiem innych całkowitych dochodów a współczynnikiem ROE_{CI} miały pozytywny charakter. Poza spółką KGHM, sześć pozostałych przynależy do sektora bankowego (BZ WBK, HANDLOWY, ING, MBANK, PEKAO, PKO BP). We wpływie odchylenia między zyskiem całkowitym a zyskiem netto na stopę zwrotu z kapitału własnego zaobserwować można zatem pewne uwarunkowanie branżowe, co stanowi przyczynek naukowy do dalszych badań w tym zakresie, uwzględniających porównania wewnątrzsektorowe.

Podsumowanie

Uwidocznione rezultaty badań wybranych spółek notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2009-2014 wskazują na występowanie znacznego zróżnicowania w poziomie rentowności kapitału własnego, mierzonej za pomocą zysku całkowitego, w przeciwieństwie do tradycyjnego zysku netto. Szczególnego znaczenia nabiera zatem kategoria innych całkowitych dochodów, która w znaczący sposób różnicuje uzyskane wyniki. Na uwagę zasługują w głównej mierze zmiany wynikające z przeszacowania aktywów finansowych, wykorzystywania instrumentów zabezpieczających przepływy pieniężne czy też odpisów aktuarialnych z tytułu programu określonych świadczeń, np. pracowniczych.

³ Dwie spółki nie wyodrębniły kategorii innych całkowitych dochodów, więc nie obliczono współczynników korelacji.

Przeprowadzona analiza rentowności kapitału własnego przy wykorzystaniu trójczynnikowej wersji modelu Du Ponta wykazała, iż na poziom rentowności kapitału własnego spółek z indeksu WIG30 w badanym okresie w znacznie większym stopniu wpływały zmiany rentowności sprzedaży, aniżeli rotacji aktywów czy mnożnika kapitałowego. Nadto istotne statystycznie współczynniki korelacji uwiarykowały silniejsze i bardziej pozytywne zależności między badanymi zmiennymi w przypadku miernika *ROE* bazującego na zysku całkowitym, aniżeli liczonego z udziałem zysku netto. Z kolei wśród zmiennych egzogenicznych pięcioczynnikowego modelu Du Ponta największy pozytywny wpływ na stopę zwrotu z kapitału własnego odnotowano w przypadku marży zysku operacyjnego oraz efektu kosztów finansowych. Mniejszy wpływ zaś wywierał efekt opodatkowania. W kontekście oceny tych czynników nie odnotowano natomiast przewagi kategorii zysku całkowitego nad zyskiem netto. Nie można zatem w pełni potwierdzić słuszności stawianej hipotezy badawczej, iż zysk całkowity stanowi bardziej adekwatną miarę oceny rentowności kapitału własnego przedsiębiorstwa aniżeli tradycyjny zysk netto.

Przedstawione wyniki stanowią wstęp do dalszych badań czynników wpływających na rentowność kapitału przedsiębiorstwa przy wykorzystaniu nowych miar, nieprezentowanych dotychczas w analizie ekonomicznej przedsiębiorstwa. Przedstawione wersje modelu Du Ponta mogą zostać rozbudowane o dodatkowe wskaźniki, a porównania wewnątrzsektorowe na większej próbie badanych spółek mogą w istotny sposób przyczynić się do weryfikacji ważności implementacji kategorii dochodu całkowitego w zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa.

Literatura

- Biddle G., Choi J.H. (2006), *Is Comprehensive Income Useful?*, „Journal of Contemporary Accounting & Economics”, No. 2(1).
- Blumenthal R.G. (1998), *Tis the Gift to be Simple: Why the 80-year-old Du Pont Model Still has Fans*, „CFO Magazine”, No. 1.
- Buk H. (2013), *Zróżnicowana informacja o dochodach spółki w zależności od stosowanych standardów sprawozdawczości finansowej* [w:] J. Duraj (red.), *Instrumenty kształtowania dochodowości i rentowności przedsiębiorstwa*, „Folia Oeconomica”, nr 278.
- Burzym E. (1971), *Pomiar i ocena rentowności przedsiębiorstw przemysłowych*, PWE, Warszawa.
- Chambers D., Linsmeier T., Shakespeare C., Sougiannis T. (2007), *An Evaluation of SFAS No. 130 Comprehensive Income Disclosure*, „Review of Accounting Studies”, No. 12.

- Dhaliwal D., Subramanyam K.R., Trezevant R. (1999), *Is Comprehensive Income Superior to Net Income as a Measure of Firm Performance*, „Journal of Accounting and Economics”, No. 26.
- Duraj J., Sajnog A. (2011), *Rentowność kapitału własnego giełdowych spółek przemysłowych*, Wydawnictwo UŁ, Łódź.
- Hawawini G., Viallet C. (2005), *Finance for Executives*, South-Western College Publishing.
- Hirst D.E., Hopkins P.E. (2007), *Comprehensive Income Disclosure and Analysts' Valuation Judgements*, „Journal of Accounting Research”, No. 36(3).
- Kanagaretman K., Mathieu R., Shehata M. (2009), *Usefulness of Comprehensive Income Reporting in Canada*, „Journal of Accounting and Public Policy”, No. 28.
- Łukasik G. (1998), *Polityka pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa w warunkach rozwoju rynku finansowego*, AE w Katowicach, Katowice.
- Marcinkowska M. (2007), *Ocena działalności instytucji finansowych*, Wydawnictwo Difin, Warszawa.
- Międzynarodowy Standard Rachunkowości 1 Prezentacja sprawozdań finansowych*, MSR 1 (2008) [w:] 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 MSR 1.
- Rutkowski A. (2003), *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa.
- Sajnog A. (2013), *Miejsce koncepcji wyniku całościowego w ocenie funkcjonowania giełdowych spółek akcyjnych* [w:] R. Borowiecki, J. Chadam, J. Kaczmarek (red.), *Zachowania przedsiębiorstw w obliczu nowych wyzwań gospodarczych. Restrukturyzacja – Zarządzanie – Analiza*, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
- Sibiński W. (2013), *Zmodyfikowane modele Du Pont do analizy rentowności polskich przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 786, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 64.
- Skoczylas W., Niemiec A. (2004), *Czynniki wzrostu wartości spółek giełdowych w świetle badań empirycznych – podejście deterministyczne* [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, t. V, Wydawnictwo Novum, Płock.
- Szychta A. (2012), *Dochody całkowite w sprawozdaniach finansowych największych spółek notowanych na GPW w Warszawie*, „Folia Oeconomica”, nr 263.
- Walińska E. (2012), *Wynik całościowy w sprawozdaniu finansowym. Jak go zrozumieć?*, „Przegląd Organizacji”, nr 12.
- Wędzki D. (2009), *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, t. 2: *Wskaźniki finansowe*, Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa.
- Żwirbła A. (2005), *Model Du Ponta jako narzędzie retro- i prospektywnej analizy ekonomicznej*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, nr 29(85).

THE COMPREHENSIVE INCOME VERSUS RETURN ON EQUITY OF ENTERPRISE

Summary: The main purpose of this study was to examine the role and importance of the comprehensive income in the forming of the return on equity of listed companies. The major subject of the theoretical-empirical study was to test of the general research hypothesis that stipulated the existence of different effects of analysis of return on equity using the comprehensive income and net profit, and the existence of different management decisions. The research comprised joint-stock companies listed on the Warsaw Stock Exchange and included in WIG-30 Index. Empirical data for the study was obtained from the quarterly financial statements (the period from 2009 to 2014).

Keywords: comprehensive income, return on equity, Du Pont model.