

Artur Sajnog

Uniwersytet Łódzki

ZYSK CAŁKOWITY NA TLE NOŚNIKÓW WARTOŚCI RYNKOWEJ PRZEDSIĘBIORSTWA

Wprowadzenie

W gospodarce rynkowej przedsiębiorstwo traktowane jest jako towar, którego cena kształtuje się pod wpływem mechanizmu rynkowego. Jak każdy produkt wymaga zatem z jednej strony wyceny swojej wartości na rynku, a z drugiej zidentyfikowania i oceny czynników kształtujących jego wartość.

Mimo istnienia wielu komponentów wartości rynkowej przedsiębiorstwa, zwrócić należy uwagę na znaczenie zysku jako kategorii ekonomicznej zależnej od jednostki, ponadto mogącej mieć wpływ na poziom wartości rynkowej, wyrażonej w postaci bogactwa właścicieli. Spółka akcyjna będzie bowiem atrakcyjna dla inwestorów wówczas, jeżeli jej wyniki finansowe będą pozwalały na odnoszenie korzyści dywidendowych i wzrost cen akcji na rynku.

Przyjmując założenie, że zysk całkowity w spółkach akcyjnych pełni ważną rolę jako czynnik oddziałujący na bogactwo akcjonariuszy, można założyć, iż istnieje pozytywny jego wpływ na zachowania inwestorów, znajdujący wyraz we wzroście wartości rynkowej kapitału własnego. Za główny cel artykułu przyjęto zatem zbadanie roli i znaczenia kategorii zysku całkowitego w kształtowaniu wartości rynkowej giełdowych spółek akcyjnych.

Bezpośrednią przesłanką wiązania wartości rynkowej z zyskiem całkowitym jest występowanie w polskiej literaturze przedmiotu deficytu wyników badań teoretycznych i analiz empirycznych nie tylko nad kategorią dochodu całkowitego, ale także nad jego relacją z efektywnością i wartością przedsiębiorstwa.

1. Kluczowe siły wartości rynkowej przedsiębiorstwa

Wartość jest pojęciem złożonym, ma bardzo wiele znaczeń oraz stanowi funkcję wielu zmiennych. Wartość ma funkcję motywacyjną, integrującą i gwarancyjną, nadto stanowi najbardziej znaczącą siłę inspirującą działalność przedsiębiorstwa oraz jest zasadniczym warunkiem istnienia i rozwoju¹.

Spojrzenie na wartość rynkową przedsiębiorstwa uległo w ostatnich latach wyraźnej zmianie. Do końca lat 80. ubiegłego stulecia uznawano, że wartość przedsiębiorstwa tworzona jest przez bieżące zyski. Dziś spojrzenie na wartość ma już bardziej podłoże dochodowe wskutek m.in. zwracania szczególnej uwagi na należyte dbanie o interesy właścicieli przedsiębiorstw².

Za J. Durajem wskazać należy, iż jednym z głównych celów przedsiębiorstwa w gospodarce rynkowej jest maksymalizowanie wartości przez osiągnięcie możliwie wysokiego dochodu z zainwestowanego kapitału przy akceptowanym poziomie ryzyka³. Owe dochody utożsamiane są z wolnymi przepływami pieniężnymi przedsiębiorstwa (*FCF*), zaś ryzyko ze średnim ważonym kosztem kapitału (*WACC*). Tworzenie wartości rynkowej przedsiębiorstwa uwarunkowane jednakże winno być poznaniem większej gamy czynników determinujących ową wartość, nazywanych często nośnikami wartości.

W literaturze przedmiotu wymienia się wiele komponentów wartości przedsiębiorstwa (zob. rys. 1). W szczególności należy zaprezentować kilka ważnych podejść: A. Rappaporta, A. Blacka, P. Wrighta i J. Bachmana oraz D. Waltersa.

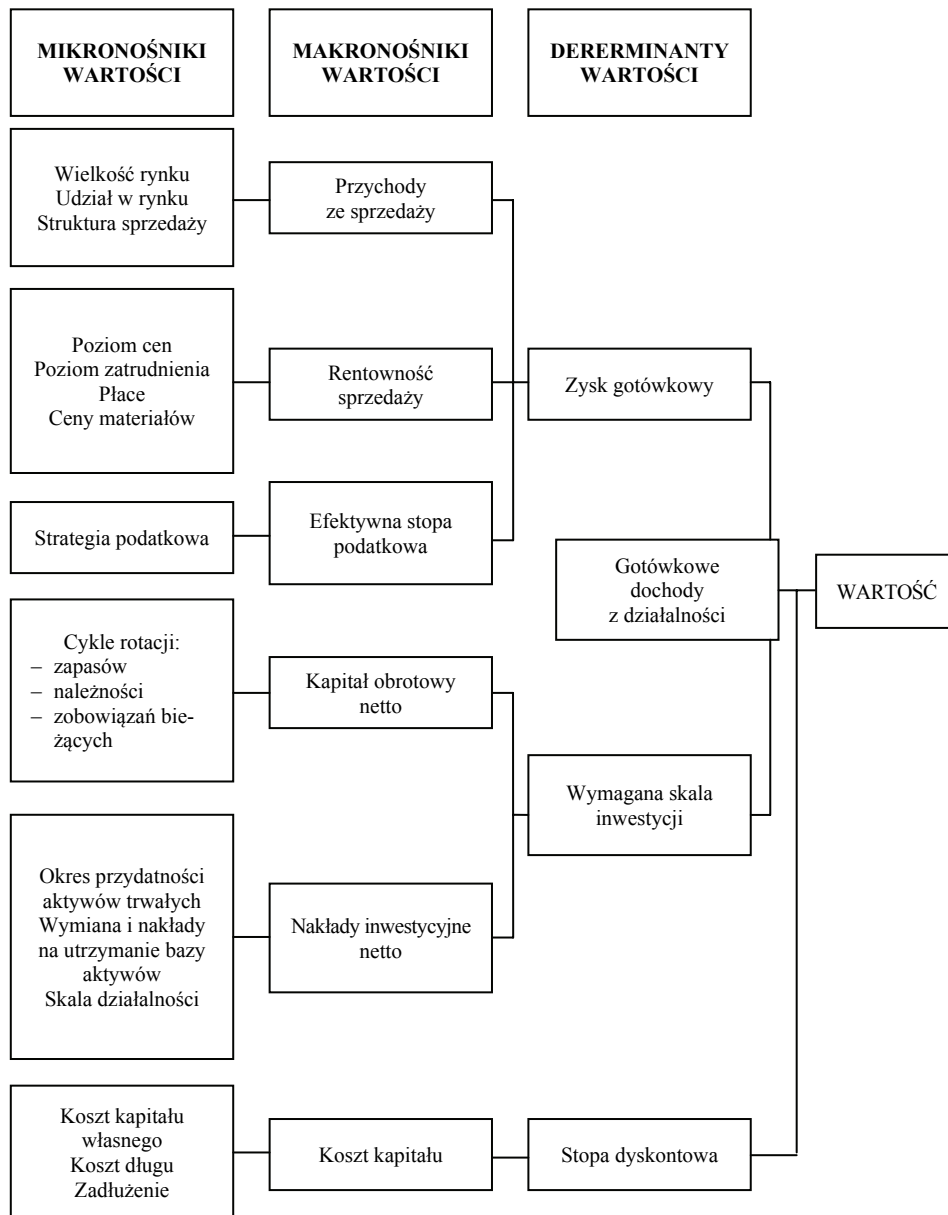
A. Rappaport wśród głównych nośników wartości wymienił przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, stopę dyskontową i zadłużenie oraz wskazał na siedem kluczowych czynników kształtujących wartość: okres wzrostu wartości, stopę wzrostu sprzedaży, marżę zysku operacyjnego, inwestycje w majątek trwały, inwestycje w majątek obrotowy, stopę podatku dochodowego i koszt kapitału⁴.

¹ J. Duraj: *Niektóre implikacje zarządzania wartością przedsiębiorstwa*. W: *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*. Red. J. Duraj. Uniwersytet Łódzki, Łódź-Płock 2002, s. 59-61.

² T. Dudycz: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*. PWE, Warszawa 2005, s. 10.

³ J. Duraj: *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*. PWE, Warszawa 1996, s. 33-34.

⁴ A. Rappaport: *Wartość dla akcjonariuszy – poradnik*. WIG Press, Warszawa 1999, s. 65.



Rys. 1. Nośniki wartości przedsiębiorstwa

Źródło: M. Michalski: *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*. WIG-Press, Warszawa 2001, s. 29-44.

A. Black, P. Wright oraz J. Bachman wskazali ponadto na czynniki operacyjne kształtujące wartość przedsiębiorstwa, m.in.: jednostkowy poziom sprzedaży, warunki sprzedaży, koszty ogólne, cenę, produkcję, budżetowanie kapitałowe, asortyment, harmonogram pracy, politykę płacności, innowacyjność, lokalizację, produktywność, przestoje itp.⁵

Z kolei D. Walters zidentyfikował także takie nośniki wartości jak: zarządzanie lojalnością klientów, kooperację, dźwignię operacyjną i finansową, kontrolę, strategiczne i operacyjne przepływy gotówki, zarządzanie zdolnościami wytwórczymi dostępnymi i wykorzystywanymi⁶.

Można także przywołać pogląd o zysku jako głównym nośniku wartości⁷. Jak podaje S. Nahotko, wśród czynników zależnych od przedsiębiorstwa, które wpływają na jego wartość rynkową, należy wymienić zysk, ryzyko i perspektywy rozwoju. Te ostatnie zależą także od zysku osiągniętego przez daną jednostkę⁸.

2. Wyniki finansowe jako nośniki wartości rynkowej przedsiębiorstwa

Wynik finansowy przedsiębiorstwa pełni ważną rolę jako czynnik oddziałujący na wartość rynkową oraz bogactwo akcjonariuszy (zob. rys. 2). Wyższy poziom wartości przedsiębiorstwa jest odczytywany bowiem przez właścicieli poprzez większą zyskowność kapitału własnego⁹.

W praktyce funkcjonowania spółek na polskiej giełdzie istotnymi czynnikami dochodowymi kształtującymi wartość przedsiębiorstw są m.in. różne kategorie wyniku finansowego¹⁰. Wyniki innych badań wskazują także, że wśród nośników wartości rynkowej znajdują się mierniki, które są ściśle powiązane

⁵ A. Black, P. Wright, J.E. Bachman: *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*. ABC, Kraków 2000, s. 101.

⁶ D. Walters: *The Implications of Shareholder Value Planning and Management for Logistics Decision Making*. „International Journal of Physical Distribution & Logistics Management” 1999.

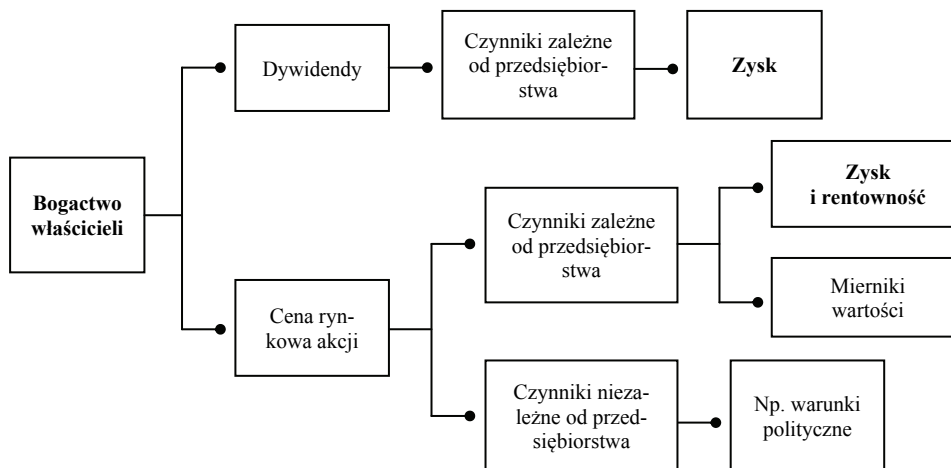
⁷ Por. H. Langguth, Y. Chahed: *Wertorientierte Konzepte am Beispiel eines Brauereikonzerens*. „Controlling” 2004, Nr. 7, s. 400; A. Rappaport: Op. cit., s. 65.

⁸ S. Nahotko: *Współczesne metody wyceny wartości przedsiębiorstwa*. OWOPO, Bydgoszcz 1998, s. 28-29.

⁹ M. Grabowska: *Zarządzanie rentownością zainwestowanych kapitałów dla maksymalizacji wartości rynkowej przedsiębiorstwa*. W: *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii...*, op. cit., s. 428.

¹⁰ T. Kufel: *Rachunkowość a wycena przedsiębiorstwa na tle przekształceń własnościowych*. „Rachunkowość” 2005, nr 3, s. 53.

z generowaniem dodatniego wyniku finansowego, w tym m.in. rentowność kapitału własnego i aktywów całkowitych¹¹.



Rys. 2. Czynniki kształtujące bogactwo właścicieli

Źródło: K. Stępień: *Rentowność a wypłacalność przedsiębiorstwa*. Difin, Warszawa 2008, s. 21.

Na duże znaczenie wielkości generowanego dodatniego wyniku finansowego w kształtowaniu wartości rynkowej wskazują również wyniki badań ankietowych przeprowadzone w niemieckich spółkach giełdowych. Najczęściej wskazywanym finansowym czynnikiem kształtującym wartość przedsiębiorstwa jest wynik finansowy¹². Ponadto wśród miar wartości stosowanych w praktyce nadal odnaleźć można współczynniki rentowności mające za podstawę wyniki finansowe (zob. tabela 1).

¹¹ *Strategie wzrostu wartości firmy*. Red. A. Szablewski. Poltext, Warszawa 2000, s. 314-315, 378; W. Skoczylas, A. Niemiec: *Czynniki wzrostu wartości spółek giełdowych w świetle badań empirycznych – podejście deterministyczne*. W: *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*. Red. J. Duraj. Novum, Płock 2004, s. 151-152; E. Mączyńska, L. Pietrewicz: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstw – aspekty własnościowe (wyniki badań)*. W: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*. Red. A. Herman, J. Bieliński. CeDeWu, Warszawa 2001, s. 31.

¹² T.M. Fischer, J. Wenzel: *Publizität von Werttreibern im Value Reporting. Ergebnisse einer empirischen Studie*. „Controlling” 2005, Nr. 1, s. 38.

Tabela 1

Mierniki wartości niemieckich spółek z indeksu DAX-30

Miara bazowa	Mierniki wartości spółek				Razem
	Bezwzględne		Względne		
	Typ miernika	Częstotliwość stosowania	Typ miernika	Częstotliwość stosowania	
Wynik finansowy	<i>Value Added</i>	11	<i>Return on Equity (ROE)</i>	19	30
	<i>Economic Value Added (EVA)</i>		<i>Return on Investment (ROI)</i>		
	<i>Delta-EVA</i>		<i>Return on Net Assets (RONA)</i> <i>Return on Investment Capital (ROIC)</i> <i>Return on Operating Assets (ROOA)</i>		
Przepływy pieniężne	<i>Cash Value Added (CVA)</i>	2	<i>Cash Flow Return on Investment (CFROI)</i>	1	3
Razem	13		20		33

Źródło: T.M. Fischer, J. Wenzel: *Publizität von Werttreibern im Value Reporting. Ergebnisse einer empirischen Studie*. „Controlling” 2005, Nr. 1, s. 25.

Tak mocne przywiązanie w praktyce gospodarczej do mierników wartości prezentowanych w sprawozdawczości finansowej wynika niewątpliwie z ich dostępności oraz łatwości wykorzystania i interpretacji. Z drugiej jednak strony niejednokrotnie podkreśla się mankamenty zysku księgowego i mierników księgowych¹³, nadto dowodzi się, że zysk księgowy jest słabo skorelowany z wartością przedsiębiorstwa¹⁴. Powstaje jednak pytanie, czy podobnym w charakterze oddziaływania na wartość rynkową przedsiębiorstwa kategorią ekonomiczną jest zysk całkowity?

3. Istota zysku całkowitego

Wynik całkowity (*comprehensive income*), nazywany także wynikiem (dochodem) całościowym (całkowitym), zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Rachunkowości (MSR) oznacza zmianę w kapitale własnym, która nastąpiła w ciągu okresu na skutek transakcji oraz innych zdarzeń, inną niż zmiany wynikające z transakcji dokonywanych z właścicielami występującymi w charakterze udziałowców¹⁵.

¹³ J. Duraj, A. Sajnog: *Rentowność kapitału własnego spółek przemysłowych*. Uniwersytet Łódzki, Łódź 2011, s. 28-33.

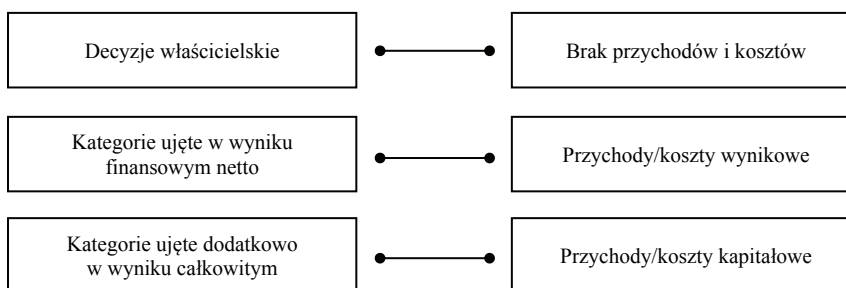
¹⁴ T. Dudycz: Op. cit., s. 154-155; T. Günther, B. Landrock, T. Muche: *Gewinn versus unternehmenswertorientierte Performancemaße. Eine empirische Untersuchung auf Basis Korrelation von Kapitalmarktrenditen für die deutschen DAX-100-Unternehmen*. „Controlling” 2000, Nr. 2, s. 69-75.

¹⁵ MSR 1, 2008, par. 7.

Koncepcja wyniku całkowitego jest stosowana w sprawozdawczości finansowej w Polsce od 2009 roku w odniesieniu do spółek publicznych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, które prowadzą politykę rachunkowości zgodną z MSR. Istotą implementacji koncepcji wyniku całkowitego do sprawozdawczości finansowej spółek giełdowych była konieczność uwypuklenia, iż wartość przedsiębiorstwa kształtowana jest przez dwa podstawowe czynniki, tj. decyzje właścicieli oraz przychody/koszty – wielkości, na które właściciele nie mają bezpośredniego wpływu¹⁶.

Takie podejście pozwala zidentyfikować trzy odrębne kategorie nośników wartości przedsiębiorstwa, utożsamianych ze zmianami w kapitale własnym (zob. rys. 3):

- 1) wynikającymi z decyzji właścicieli,
- 2) ujętymi w tradycyjnym wyniku finansowym netto,
- 3) odniesionymi bezpośrednio na kapitał własny.



Rys. 3. Zmiany wartości kapitału własnego wedle koncepcji wyniku całkowitego

Wskutek takiego podejścia występują dwie kategorie prezentowane w sprawozdawczości finansowej: wynik finansowy netto oraz wynik całkowity¹⁷. Wynik całkowity obejmuje wszystkie składniki rachunku wyników oraz pozostały wynik całkowity, czyli tzw. inne całkowite dochody¹⁸. Analitycznie przedstawić to można za pomocą następującego równania:

$$CI = EAT + OCI,$$

gdzie:

CI (Comprehensive Income) – wynik (zysk) całkowity,

¹⁶ E. Walińska, A. Jurewicz: *Ewolucja sprawozdania finansowego w wymiarze międzynarodowym*. W: *Sprawozdanie finansowe według MSSF. Zasady prezentacji i ujawniania informacji*. Red. E. Walińska. Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011, s. 28.

¹⁷ A. Szycha: *Dochody całkowite w sprawozdaniach finansowych największych spółek notowanych na GPW w Warszawie*. „Acta Universitatis Lodzianis. Folia Oeconomica” 2012, nr 263, s. 66.

¹⁸ H. Buk: *Zróżnicowana informacja o dochodach spółki w zależności od stosowanych standardów sprawozdawczości finansowej*. „Acta Universitatis Lodzianis. Folia Oeconomica” 2013, nr 278, s. 9.

EAT (Earnings After Taxes) – zysk netto,

OCI (Other Comprehensive Income) – pozostały wynik całkowity.

Zysk całkowity niewątpliwie jest kategorią znacznie szerszą aniżeli zysk netto. W literaturze przedmiotu przypisuje się mu wiele zalet, w przeciwieństwie do tradycyjnego wyniku finansowego netto. W szczególności należy podać argumenty, iż koncepcja zysku całkowitego uznawana jest za wewnętrznie spójną, zgodną z teorią wyceny, a co ważne – mniej podatną na manipulacje księgowe dzięki minimalizacji negatywnych skutków związanych ze zjawiskiem aktywnego kształtowania zysków przez zarząd przedsiębiorstwa¹⁹.

Z kolei w kontekście nośników wartości przedsiębiorstwa podkreślić należy argumenty przemawiające za tym, iż zysk całkowity obejmuje swoim zasięgiem wszystkie źródła tworzenia wartości przedsiębiorstwa oraz zobowiązuje zarząd do brania pod uwagę w swojej działalności wszystkich czynników mających na nią wpływ, ponadto lepiej przedstawia zdolność przedsiębiorstwa do generowania zysków w przyszłości²⁰.

Na uwagę zasługuje także fakt, iż koncepcja wyniku całkowitego wiąże się z wyceną wedle wartości godziwej²¹, która, zgodnie z MSSF 13, jak i Ustawą o rachunkowości²², nawiązuje do ceny wyjścia (sprzedaży). Może ona zatem odzwierciedlać cenę sprzedaży pochodzącą z rynku, inaczej mówiąc, nawiązywać do wartości rynkowej.

4. Ocena zależności między zyskiem całkowitym a wartością rynkową spółek z indeksu WIG-30

Dla potrzeb oceny roli i znaczenia zysku całkowitego w tworzeniu wartości rynkowej przedsiębiorstwa posłużono się analizą piramidalną (czynnikową). Na wstępie założono, iż całkowita wartość rynkowa spółki stanowi sumę wartości rynkowej kapitału własnego oraz kapitału obcego, co można wyrazić za pomocą następującej formuły:

$$MV = EMV + DMV,$$

gdzie:

MV (Market Value) – wartość rynkowa przedsiębiorstwa,

¹⁹ K. Grabiński: *Sprawozdanie z zysku całkowitego a bieżący zysk operacyjny – użyteczność decyzyjna w świetle badań naukowych*. „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2012, nr 66 (122), s. 48-49.

²⁰ Ibid.

²¹ E. Walińska: *Wynik całościowy w sprawozdaniu finansowym. Jak go rozumieć?* „Przegląd Organizacji” 2012, nr 12, s. 38-42.

²² Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r. Dz.U. z 2013 r., poz. 330.

EMV (Equity Market Value) – wartość rynkowa kapitału własnego,

DMV (Debt Market Value) – wartość rynkowa długu.

Abstrahując od wartości rynkowej długu, podkreślić należy, iż wartość rynkową kapitału własnego kształtują dwa następujące czynniki, a mianowicie: jego wartość księgową oraz oczekiwana stopa aprecjacji przedsiębiorstwa. Wartość stopy aprecjacji przedsiębiorstwa jest syntetyczną miarą zmian wartości przedsiębiorstwa względem księgowej wartości i jako miernik względny ma istotne walory informacyjne, bardzo znaczącą pojemność i wysokie walory decyzyjne. Tym samym można ją bezpośrednio wykorzystać w przestrzennych i dynamicznych analizach efektów realizacji strategii zarządzania przedsiębiorstwami przez wartość. Jest to wskaźnik agregatowy, gdyż skupia niemal nieograniczoną ilość zmiennych wpływających na wartość rynkową przedsiębiorstwa, których siła i kierunek wpływu zmieniają się w każdej chwili, odzwierciedlając niejednokrotnie antycypowane zdarzenia i sytuacje w świecie nie tylko działalności biznesowej. Dla realizacji celu opracowania przyjmuje się dwuczynnikową stopę aprecjacji przedsiębiorstwa i tym samym można ją sprowadzić do relacji zysku całkowitego do wartości księgowej kapitału własnego oraz wartości rynkowej kapitału własnego do zysku całkowitego.

Tym samym można powiedzieć, że wartość rynkową kapitału własnego kształtują trzy podstawowe czynniki. Należą do nich: wartość księgową kapitału własnego przedsiębiorstwa, dochodowość całkowita księgowej wartości kapitału własnego oraz rynkowa wartość kapitału własnego (*EMV*) zrelacjonowana do zysku całkowitego (*CI*). Można to wyrazić w formie następującego iloczynu:

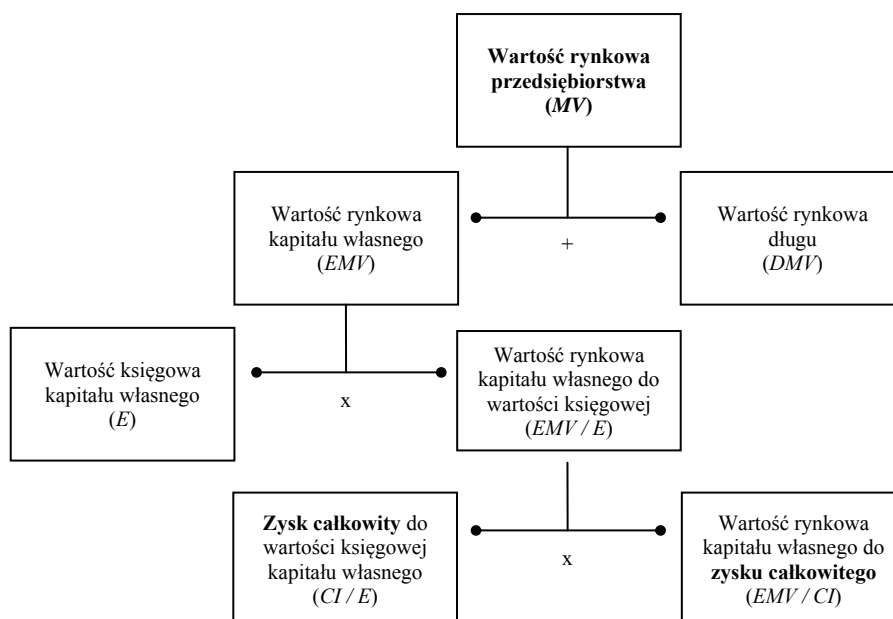
$$EMV = E \times \frac{EMV}{E} = E \times \frac{CI}{E} \times \frac{EMV}{CI},$$

gdzie:

E (Equity) – wartość księgową kapitału własnego,

pozostałe oznaczenia jak wyżej,

oraz graficznie w postaci następującego rysunku:



Rys. 4. Czynniki kształtujące wartość rynkową przedsiębiorstwa (analiza piramidalna)

Rynkowa wartość kapitału własnego zrelacjonowana do zysku całkowitego jest bardzo ważnym miernikiem oceny stopnia zainteresowania właścicieli efektywnością działania przedsiębiorstwa. Zainteresowanie to wzrosnąć może wraz ze wzrostem wartości rynkowej posiadanego kapitału własnego przypadającej na jedną złotówkę osiągniętego przez przedsiębiorstwo zysku całkowitego. Miernik ten zatem wyraża zewnętrzną aprobatę tworzenia dochodu całkowitego właścicielom przedsiębiorstwa.

Weryfikacja postawionej hipotezy badawczej została przeprowadzona na podstawie jednostkowych danych finansowych pochodzących z kwartalnych raportów badanych spółek²³, biuletynów giełdowych oraz informacji dostępnych na ich stronach internetowych. Spośród 30 spółek wchodzących w skład wybranego indeksu zakwalifikowano do dalszych badań tylko 27 przedsiębiorstw, gdyż trzy spółki (GTC, PZU oraz KERNEL HOLDING) nie sporządzały jednostkowych sprawozdań finansowych wedle MSR, tym samym nie wyodrębniły kategorii dochodów całkowitych w sprawozdaniach finansowych.

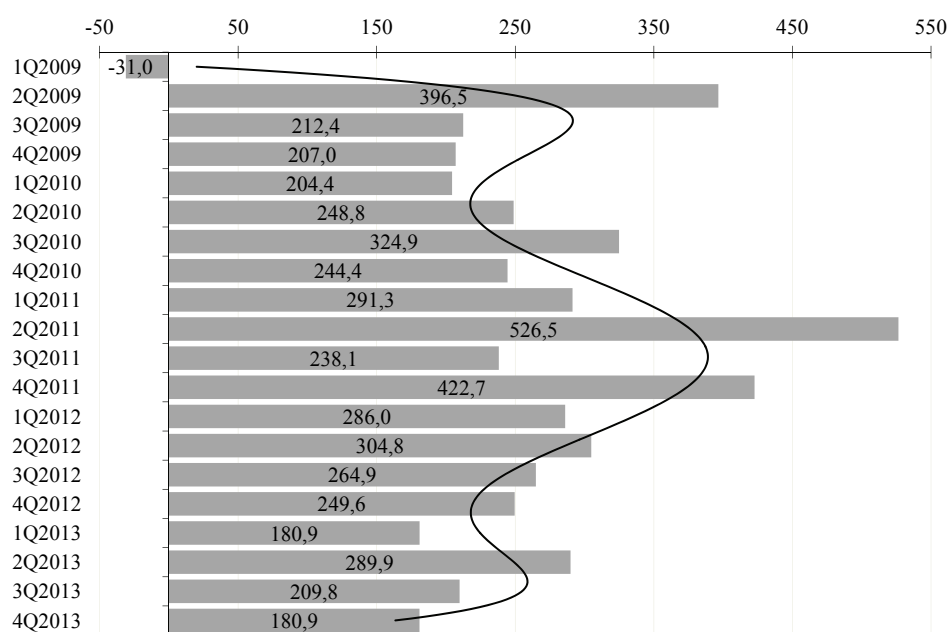
Procedura badawcza została zrealizowana w dwóch częściach. W pierwszej części znajdują się wyniki badań empirycznych nad zależnościami między zy-

²³ Okresowe raporty zostały zaczerpnięte z bazy Emerging Markets Information Service (EMIS).

skiem całkowitym a wartością rynkową kapitału własnego analizowanych spółek, zaś druga część zawiera wyniki badań nad wartością rynkową tegoż kapitału a jej komponentami. W tym celu zastosowano analizę korelacji z wykorzystaniem współczynnika korelacji rang Spearmana. Nadto posłużono się jednorównaniowym modelem ekonomicznym z jedną zmienną objaśnianą oraz trzema zmiennymi objaśniającymi²⁴. Postać analityczną owego modelu wyrażono w następujący sposób:

$$EMV = f\left(E, \frac{CI}{E}, \frac{EMV}{CI}\right).$$

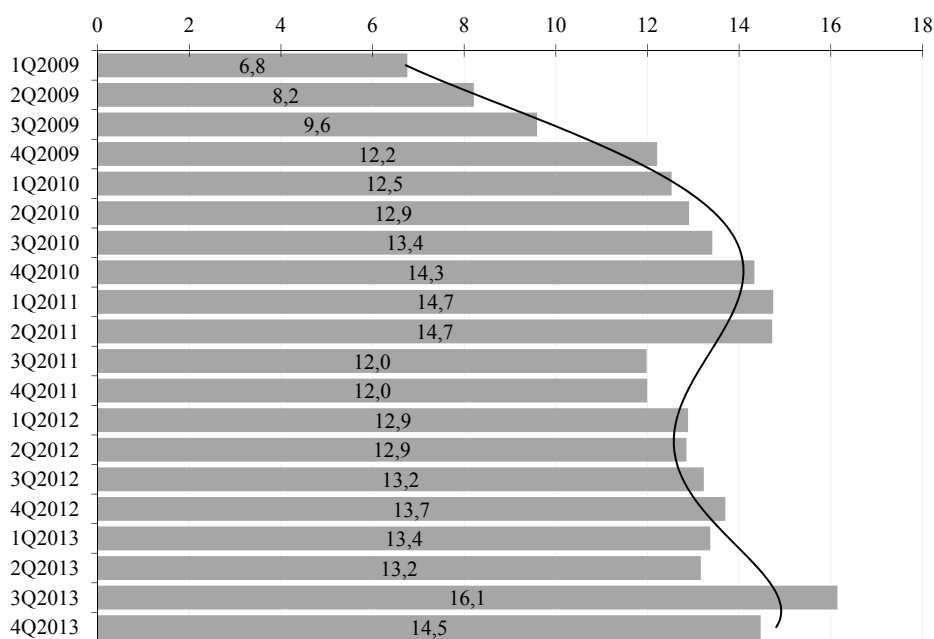
Na podstawie zaprezentowanych na rys. 5. wyników badań empirycznych stwierdzić należy, iż w badanym okresie średnie wartości zysków całkowitych analizowanych jednostek nie wykazały wyraźnej tendencji rosnącej bądź malejącej. Warto jednakże wskazać na kwartały, w których spółki z indeksu WIG-30 generowały niskie, wręcz ujemne wyniki całkowite (I kwartał 2009 roku) oraz uzyskiwały ponadprzeciętne zyski całościowe (II oraz IV kwartał 2011 roku).



Rys. 5. Średnie kwartalne wartości zysków całkowitych badanych spółek w latach 2009-2013 (w mln zł)

²⁴ W badaniu posłużono się średnimi wartościami zmiennych endogenicznych oraz egzogenicznych.

Analizując wyniki badań za lata 2009-2013, zaprezentowane na rys. 6, wskazać można na największe pozytywne zmiany wartości rynkowej kapitału własnego. Miały one miejsce od stycznia 2009 roku do marca 2011 roku i wyniosły ok. 10% w stosunku do roku poprzedniego. W kolejnych badanych kwartałach występowało większe zróżnicowanie kapitalizacji rynkowej badanych spółek.



Rys. 6. Średnia wartość rynkowa kapitału własnego badanych spółek w ujęciu kwartalnym za lata 2009-2013 (w mld zł)

Obliczone współczynniki korelacji rang Spearmana świadczą o istnieniu zarówno pozytywnego, jak i negatywnego charakteru zależności między zyskiem całkowitym a wartością rynkową kapitału własnego badanych spółek. Można zaobserwować jednakże, że tylko w sześciu spółkach miała miejsce negatywna zależność między tymi kategoriami (zob. tabela 2). Natomiast w sześciu innych spółkach analizowane zależności okazały się istotnymi statystycznie i wykazały znacząco pozytywny wpływ zysku całkowitego na wartość rynkową kapitału własnego.

Podobną sytuację zaobserwowano w przypadku dwóch kolejnych zależności, a mianowicie: między dochodowością całkowitą księgową wartości kapitału własnego oraz rynkowej wartości tego kapitału zrelacjonowanej do zysku całkowitego a wartością rynkową kapitału własnego.

Tabela 2

Wartości współczynników korelacji rang Spearmana
między wybranymi miernikami spółek z indeksu WIG-30 za lata 2009-2013

Spółki akcyjne	CI vs EMV	E vs $\frac{EMV}{E}$	$\frac{CI}{E}$ vs $\frac{EMV}{E}$	$\frac{EMV}{CI}$ vs $\frac{EMV}{E}$
ASSECO POLAND	-0,01	-0,88	0,38	-0,04
ALIOR BANK	0,63	0,50	0,30	0,70
AZOTY	0,36	0,86	0,10	-0,04
BANK HANDLOWY	0,20	0,57	-0,02	0,19
BORYSZEW	0,56	0,34	0,03	0,07
BZWBK	0,35	0,03	-0,12	0,27
CCC	0,29	0,10	0,31	0,08
CYFROWY POLSAT	0,04	-0,80	0,74	-0,04
ENEA	0,00	-0,74	-0,29	0,39
EUROCASH	0,22	0,77	0,00	0,17
ING	0,14	-0,25	0,03	0,36
JSW	0,80	0,10	0,61	-0,24
KGHM	0,57	-0,66	0,46	-0,18
LPP	0,68	0,86	0,24	0,13
LOTOS	0,13	0,32	0,28	0,55
LW BOGDANKA	0,43	0,23	-0,12	0,28
MBANK	0,52	0,13	0,02	0,14
NETIA	0,50	0,14	0,32	0,22
ORANGE	-0,12	0,22	-0,26	0,07
PEKAO	-0,14	-0,33	0,24	0,24
PGE	-0,01	-0,63	0,05	0,05
PGNIG	0,16	0,39	0,30	0,06
PKN ORLEN	0,07	0,05	0,19	0,22
PKO BP	-0,13	-0,25	0,11	0,46
SYNTHOS	-0,41	-0,58	-0,34	-0,12
TAURON	0,12	-0,90	-0,25	0,13
TVN	0,11	-0,80	0,42	0,48

W tabeli pogrubioną czcionką wyróżniono istotne statystycznie współczynniki korelacji (założono poziom istotności 0,05).

Poddając analizie czynnikowej wartość rynkową kapitału własnego z wykorzystaniem wartości średnich zmiennych użytych w jednorównaniowym modelu EMV , można zwrócić uwagę na kierunki oddziaływania zmiennych egzogenicznych na zmienną endogeniczną. Z tego punktu widzenia te kierunki wpływu okazały się zróżnicowane (zob. tabela 3).

Tabela 3

Wyniki estymacji modelu *EMV* dla spółek z indeksu WIG-30

Zmienna endogeniczna	Zmienna egzogeniczna	Wartości parametrów	Statystyka <i>t</i>	Poziom istotności testu	Wartość krytyczna t_{α} w przypadku, gdy $\alpha = 0,05$	Współczynnik determinacji R^2
<i>EMV</i>	<i>E</i>	0,0002	2,773	0,014	2,101	0,42
	$\frac{CI}{E}$	2,930	0,700	0,494		
	$\frac{EMV}{CI}$	-0,002	-2,327	0,033		

W tabeli pogrubioną czcionką wyróżniono istotne statystycznie zmienne egzogeniczne.

Na podstawie wyników badań empirycznych wskazać można, iż pozytywny wpływ na wartość rynkową kapitału własnego badanych spółek miały: wartość księgowa kapitału własnego oraz udział w niej zysku całkowitego. Z kolei przy zmiennej w postaci rynkowej wartości kapitału własnego zrelacjonowanej do zysku całkowitego wartość oszacowanego parametru strukturalnego była ujemna, co świadczyło o jej pejoratywnym wpływie na zmienną endogeniczną.

Podsumowanie

Zaprezentowane rezultaty badań nad rolą i znaczeniem zysku całkowitego w kształtowaniu wartości rynkowej przedsiębiorstwa wskazują na wiele ważnych problemów dotyczących procesu gospodarowania informacjami o wynikach finansowych spółek giełdowych. Znaczącej roli zysku całkowitego w kształtowaniu wartości rynkowej przedsiębiorstwa należy upatrywać w coraz szerszym stosowaniu w ostatnich latach wartości godziwej jako podstawy wyceny składników aktywów i zobowiązań jednostek gospodarczych.

Analiza zebranych i przetworzonych danych liczbowych badanych spółek wskazuje na istnienie różnic siły i charakteru oddziaływania zysku całkowitego na wartość rynkową kapitału własnego. Obliczone współczynniki korelacji wskazały w większości na istnienie pozytywnego związku między badanymi kategoriami, jednakże charakter tych powiązań był raczej umiarkowany i niski, nadto często nieistotny statystycznie.

Zmiany wartości rynkowej przedsiębiorstwa powinny być rozpatrywane jako wyraz łącznego oddziaływania wielu jej nośników i komponentów, które wymagają dalszego uszczegółowienia i przeprowadzenia głębszych analiz korelacyjnych. Z tego też względu zaprezentowane wyniki badań należy traktować jako przyczynek do dalszych studiów teoretycznych oraz badań empirycznych.

Literatura

- Black A., Wright P., Bachman J.E.: *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*. ABC, Kraków 2000.
- Buk H.: *Zróżnicowana informacja o dochodach spółki w zależności od stosowanych standardów sprawozdawczości finansowej*. „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica” 2013, nr 278.
- Dudycz T.: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*. PWE, Warszawa 2005.
- Duraj J.: *Niektóre implikacje zarządzania wartością przedsiębiorstwa*. W: *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*. Red. J. Duraj. Uniwersytet Łódzki, Łódź-Płock 2002.
- Duraj J.: *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*. PWE, Warszawa 1996.
- Duraj J., Sajnog A.: *Rentowność kapitału własnego spółek przemysłowych*. Uniwersytet Łódzki, Łódź 2011.
- Fischer T.M., Wenzel J.: *Publizität von Werttreibern im Value Reporting. Ergebnisse einer empirischen Studie*. „Controlling” 2005, Nr. 1.
- Grabowska M.: *Zarządzanie rentownością zainwestowanych kapitałów dla maksymalizacji wartości rynkowej przedsiębiorstwa*. W: *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*. Red. J. Duraj. Uniwersytet Łódzki, Łódź-Płock 2002.
- Grabiński K.: *Sprawozdanie z zysku całkowitego a bieżący zysk operacyjny – użyteczność decyzyjna w świetle badań naukowych*. „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2012, nr 66 (122).
- Günther T., Landrock B., Muche T.: *Gewinn versus unternehmenswertorientierte Performancemaße. Eine empirische Untersuchung auf Basis Korrelation von Kapitalmarktrenditen für die deutschen DAX-100-Unternehmen*. „Controlling” 2000, Nr. 2.
- Langguth H., Chahed Y.: *Wertorientierte Konzepte am Beispiel eines Brauereikonzerns*. „Controlling” 2004, Nr. 7.
- Mączyńska E., Pietrewicz L.: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstw – aspekty własnościowe (wyniki badań)*. W: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*. Red. A. Herman, J. Bieliński. CeDeWu, Warszawa 2001.
- Michalski M.: *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*. WIG-Press, Warszawa 2001.
- Międzynarodowe Standardy Rachunkowości*, 2008.
- Nahotko S.: *Współczesne metody wyceny wartości przedsiębiorstwa*. OWOPO, Bydgoszcz 1998.
- Rappaport A.: *Wartość dla akcjonariuszy – poradnik*. WIG-Press, Warszawa 1999.
- Skoczylas W., Niemiec A.: *Czynniki wzrostu wartości spółek giełdowych w świetle badań empirycznych – podejście deterministyczne*. W: *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*. Red. J. Duraj. Novum, Płock 2004.

- Stępień K.: *Rentowność a wypłacalność przedsiębiorstwa*. Difin, Warszawa 2008.
- Strategie wzrostu wartości firmy*. Red. A. Szablewski. Poltext, Warszawa 2000.
- Szycha A.: *Dochody całkowite w sprawozdaniach finansowych największych spółek notowanych na GPW w Warszawie*. „Acta Universitatis Lodzianis. Folia Oeconomica” 2012, nr 263.
- Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r. Dz.U. z 2013 r., poz. 330.
- Walińska E.: *Wynik całościowy w sprawozdaniu finansowym. Jak go rozumieć?* „Przegląd Organizacji” 2012, nr 12.
- Walińska E., Jurewicz A.: *Ewolucja sprawozdania finansowego w wymiarze międzynarodowym*. W: *Sprawozdanie finansowe według MSSF. Zasady prezentacji i ujawniania informacji*. Red. E. Walińska. Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011.
- Walters D.: *The Implications of Shareholder Value Planning and Management for Logistics Decision Making*. „International Journal of Physical Distribution & Logistics Management” 1999.

THE COMPREHENSIVE INCOME AGAINST THE BACKGROUND OF THE ENTERPRISE'S MARKET VALUE DRIVERS

Summary

The main purpose of this study was to examine the role and importance of the comprehensive income, which was introduced to financial reporting in Poland in 2009, in the forming of the market value of listed companies. The major subject of the theoretical-empirical study was to test of the general research hypothesis that stipulated that the comprehensive income create a significant growth potential of market value and is a drivers of the wealth of the shareholders of a listed company. The research comprised joint-stock companies listed on the Warsaw Stock Exchange and included in WIG-30 Index (qualified on 14.04.2014). Empirical data for the study was obtained from the quarterly financial statements (the period from 2009 to 2013), stock market bulletins, as well as information published on the enterprises' websites.