



## Artur Sajnog

Uniwersytet Łódzki  
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny  
Zakład Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa  
asajnog@uni.lodz.pl

# SIŁA PREDYKCJI ZYSKU CAŁKOWITEGO W KSZTAŁTOWANIU PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH PRZEDSIĘBIORSTWA

**Streszczenie:** Zasadniczym celem opracowania jest przedstawienie wyników komparatywnych badań empirycznych nad wpływem zysku całkowitego i zysku netto na kształtowanie przepływów gotówkowych przedsiębiorstwa. Badania te zostały zorientowane wokół weryfikacji badawczej hipotezy stwierdzającej, iż wynik całkowity jest silniej niż tradycyjny wynik finansowy powiązany z kształtowaniem przyszłych operacyjnych przepływów pieniężnych, będących głównym nośnikiem wartości rynkowej spółek giełdowych. Dla celów weryfikacji empirycznej powyższej hipotezy badaniem zostały objęte wybrane spółki przemysłu elektromaszynowego, notowane na GPW w Warszawie (stan na 15.06.2016), z wykorzystaniem danych liczbowych pochodzących z półrocznych jednostkowych sprawozdań finansowych z lat 2009-2015.

**Słowa kluczowe:** wynik całkowity, wynik finansowy, przepływy pieniężne, wartość rynkowa.

**JEL Classification:** G21, M41, M48.

## Wprowadzenie

W tradycyjnym rachunku dokonań jednostki gospodarczej ich ocena skupia się w głównej mierze na porównywaniu szeregu przychodów i kosztów oraz ustaleniu określonego wyniku prowadzonej działalności gospodarczej. Najczęściej wynikiem tym jest zysk netto. W nowych rozwiązaniach oceny działalności przedsiębiorstw w coraz większym stopniu i szerszym zakresie znajduje zastosowanie koncepcja pomnażania wartości dla właścicieli i tym samym w sposób znaczący rośnie rola i znaczenie zysku całkowitego jako miary efektywności przedsiębiorstwa i jego zarządu. W tym podejściu zysk powstaje wówczas, gdy wartość aktywów netto jednostki (kapitału własnego) na koniec okresu obra-

chunkowego jest wyższa niż ich wartość na początku tego okresu [Szychta, 2012, s. 66]. Tym samym można stwierdzić, że w tym ujęciu kapitał utożsamiany jest z zasobem bogactwa (*wealth*), zaś zysk jest wyrazem korzyści użycia tego kapitału w danym okresie.

Podejście, stawiające w centrum uwagi maksymalizację bogactwa dla właścicieli, jest pokłosiem implementacji koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Prymat interesów i bogactwa akcjonariuszy wynika z faktu, iż ta grupa interesariuszy uznawana jest za głównych dawców kapitału niezbędnego do założenia i rozwoju działalności [Janasz, 2003; Dobija, Dobija, 2005] oraz ponoszenia przez nich największego ryzyka w całym okresie działania przedsiębiorstwa. Te dwa argumenty przemawiają za koniecznością traktowania przepływów pieniężnych przede wszystkim w długim okresie za zasadniczą determinantę realizacji bogactwa dla właścicieli [Mills, Weinstein, 2001, s. 26-31].

Zasadniczym celem artykułu jest zbadanie siły predykccyjnej zysku całkowitego oraz tradycyjnego wyniku finansowego w kształtowaniu przyszłych przepływów gotówkowych spółek działających na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Bezpośrednią przesłanką podjęcia badań empirycznych zmierzających do realizacji tak sformułowanego celu opracowania jest zróżnicowana pojemność obu tych mierników i jednocześnie odmienna ocena ich motywacyjności. Wydaje się bowiem, iż wynik całkowity, mający znacznie większą pojemność poznawczą aniżeli tradycyjny zysk, obejmuje większość źródeł tworzenia wartości w przedsiębiorstwie i może posiadać większą siłę napędową kreowania przepływów pieniężnych w przyszłości.

Dla potrzeb realizacji celu opracowania sformułowano hipotezę badawczą stwierdzającą, iż wynik całkowity przedsiębiorstwa jest silniej niż tradycyjny wynik finansowy powiązany z kształtowaniem przyszłych operacyjnych przepływów pieniężnych.

Badania empiryczne odnoszą się do wybranych spółek przemysłu elektromaszynowego notowanych na GPW w Warszawie. Wybór spółek z jednej branży<sup>1</sup> podyktowany został troską o zapewnienie warunków porównywalności danych analitycznych. Analizą objęto półroczne sprawozdania finansowe spółek zakwalifikowanych do tej branży na dzień 15.05.2016 r. Dla realizacji celu opracowania przyjęto siedmioletni okres badawczy, obejmujący lata 2009-2015. Dane empiryczne do badań zostały zaczerpnięte z bazy *EMIS (Emerging Markets Information Service)*.

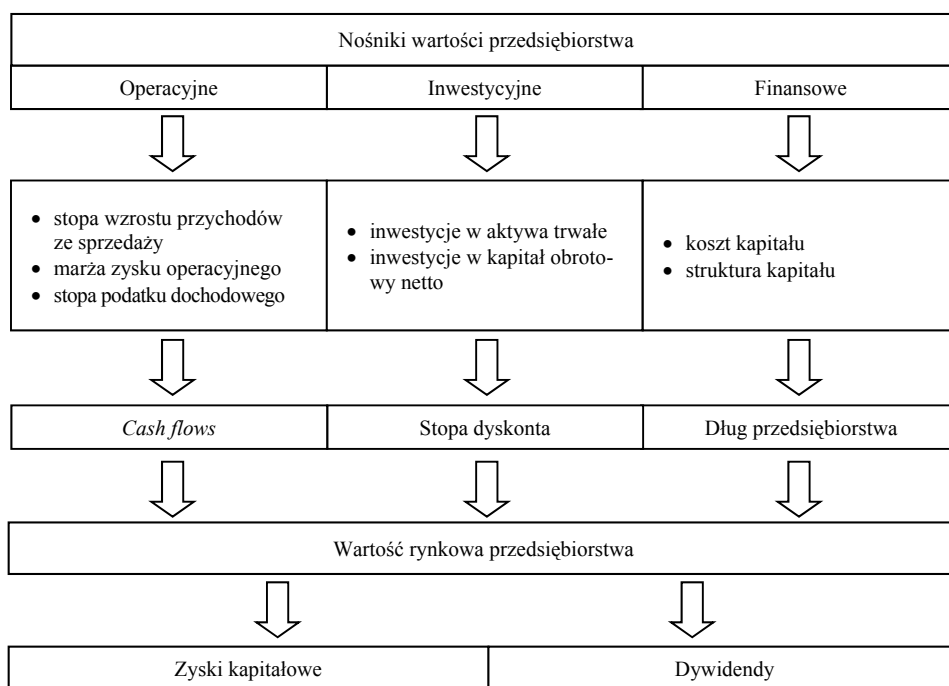
---

<sup>1</sup> Pojęcia branży (sektora) użyto w opracowaniu umownie, zgodnie z klasyfikacją i nomenklaturą stosowaną przez GPW w Warszawie oraz Notoria Serwis S.A., mimo iż wedle GUS przedsiębiorstwa klasyfikuje się obecnie na sekcje, działy, grupy, klasy i podklasy.

## 1. Przepływy pieniężne jako nośnik wartości rynkowej przedsiębiorstwa

W literaturze przedmiotu odnaleźć można tezę, iż głównym celem przedsiębiorstwa w gospodarce rynkowej jest maksymalizacja wartości przez osiągnięcie możliwie wysokiego dochodu z zainwestowanego kapitału przy akceptowanym poziomie ryzyka [Duraj, 1997, s. 33-34]. Owe dochody utożsamiane są najczęściej z przepływami pieniężnymi netto przedsiębiorstwa, zaś ryzyko ze średnioważonym kosztem kapitału.

Przepływy pieniężne netto stanowią korzyść ekonomiczną z prowadzonej działalności, dając jednocześnie wyraz wielkości dochodu dla właścicieli, którzy oczekują określonej stopy zwrotu z wyłożonego kapitału. Dowodami kluczowej roli przepływów pieniężnych w kształtowaniu wartości rynkowej przedsiębiorstwa są prezentowane w literaturze poglądy o komponentach wartości, w tym m.in. A. Rappaporta, A. Blacka, P. Wrighta, J. Bachmana i J. Daviesa oraz D. Waltersa, którzy wśród głównych nośników wartości wymienili przede wszystkim przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej [Rappaport, 1999; Black i in., 2000; Walters, 1999].



**Rys. 1.** Przepływy pieniężne na tle nośników wartości przedsiębiorstwa

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Rappaport, 1999, s. 65 i nast.].

Według tych autorów, rozważania o instrumentach i mechanizmach kreacji wartości należy sprowadzić do trzech głównych generatorów, tj. operacyjnych, inwestycyjnych oraz finansowych. Wpływają one na wartość operacyjnych przepływów pieniężnych netto oraz strukturę i koszt kapitału, mając swoje odzwierciedlenie w tworzonych korzyściach finansowych dla akcjonariuszy w formie dywidendy oraz zysku kapitałowego (zob. rys. 1). Istotnym sprzymierzeńcem realizacji korzyści finansowych dla właścicieli jest osiągnięty zysk księgowy, który wiernie odzwierciedliłby wartość strumieni gotówkowych [Copeland i in., 1997, s. 70].

Jak wynika z licznych badań empirycznych, oczekiwania inwestorów dotyczące zysków księgowych tylko sporadycznie są powiązane z kursami akcji na rynku kapitałowym [Dudycz, 2005, s. 154-155; Günther, Landrock, Muche, 2000, s. 69-75]. Nie bez znaczenia są tutaj podnoszone mankamenty tradycyjnego zysku księgowego, które są przedmiotem krytyki wielu autorów, głównie za sprawą tzw. kreatywnej rachunkowości i metod „wygladzania” zysku netto dla celów oddziaływania na notowania spółki na giełdzie [Kronner, Herold, 2007, s. 151]. Ponadto w literaturze coraz częściej mówi się o zarządzaniu zyskiem (polityce bilansowej) [Baetge, Kirsch, Thiele, 2004, s. 153-159; Hofmann, Arnegger, Koppitzke, 2007, s. 127]. Z drugiej strony krytyczne uwagi dotyczące kreatywnej rachunkowości są aktualne nie tylko dla zysków księgowych, ale także dla przepływów pieniężnych.

Bezspornie należy stwierdzić, iż zyskowna działalność przedsiębiorstwa niekoniecznie musi wiązać się z generowaniem środków pieniężnych, co znajduje swe odzwierciedlenie także w upadłości wysoce rentownych jednostek oraz rozwoju na rynku spółek nadzwyczaj deficytowych. Praktyka zarządzania wynikami finansowymi dowodzi jednakże konieczności jednoczesnego zwiększenia kompletności, spójności, obiektywności oraz zrozumiałości informacji o efektach działania przedsiębiorstwa dla zaprezentowania rzetelnego i jasnego obrazu sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, co tworzy jednocześnie paradygmat komparatywnego charakteru analizy danych liczbowych zawartych w memoriałowym i kasowym wymiarze analizy czynników kreujących wartość przedsiębiorstwa [Śnieżek, 2012, s. 1435].

## **2. Rola zysku całkowitego spółek w zarządzaniu przedsiębiorstwem**

W związku z funkcjonowaniem spółek na rynku kapitałowym istnieje potrzeba poszukiwania i stosowania bardziej adekwatnych miar oceny efektywności działania i rozwoju przedsiębiorstw, które umożliwią koincydencję między

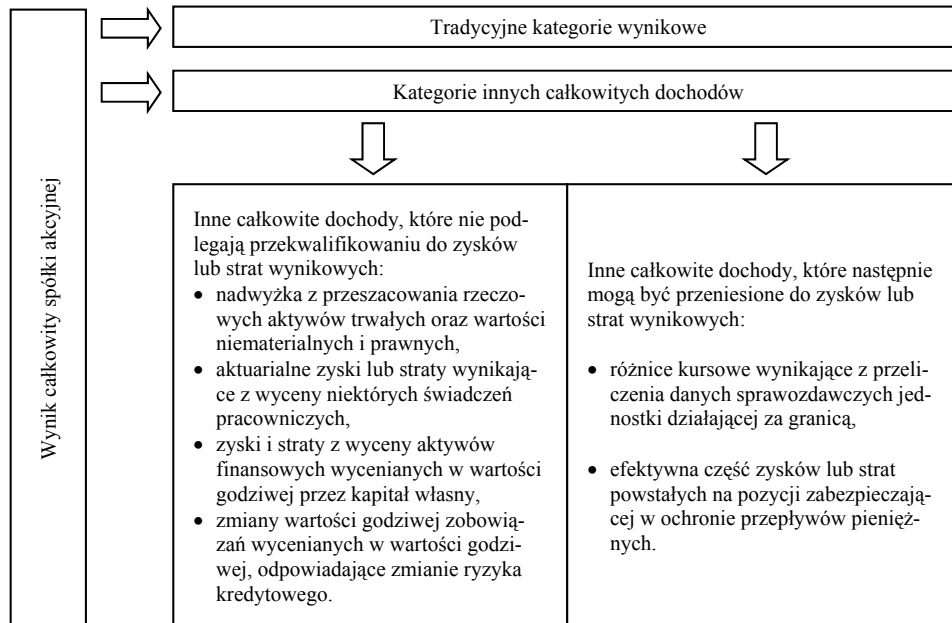
polityką informacyjną zarządzających a oczekiwaniami pozostałych grup interesariuszy. Problemy te dotyczą skuteczności i efektywności komunikacji z rynkiem, której nieodzownym elementem są sprawozdania finansowe. Bezspornie należy stwierdzić, iż podstawową funkcją sprawozdań finansowych jest funkcja informacyjna oraz motywacyjna i decyzyjna. Informację o wynikach finansowych jednostki gospodarczej zawartą w sprawozdaniu finansowym uznaje się za przydaną, jeżeli koreluje ona z podejmowaniem lub zmianą decyzji jej użytkowników. Aby prezentacja informacji służyła predykcji przyszłych wyników finansowych, powinna wyróżniać się nastawieniem na odbiorcę, zapewniać szczegółowość, powtarzalność i wiarygodność danych, aktualność, szybkość uzyskiwania informacji, komunikatywność, obiektywizm informacji, ekonomiczność, adekwatność prezentacji, terminowość oraz porównywalność [Sierpińska, 2007, s. 53-56].

Celem raportowania wyników finansowych jest przekazywanie uczestnikom rynku kapitałowego wszystkich informacji, także wewnętrznych, które mogłyby wykorzystać w przewidywaniu przyszłych wyników finansowych, a w szczególności szacowaniu wartości przedsiębiorstwa [Skoczylas, 2007, s. 57]. Taką też intencją kierowano się przy implementacji kategorii wyniku całkowitego do sprawozdawczości finansowej spółek, które od 2009 r. mają obowiązek sporządzania sprawozdania z całkowitych dochodów<sup>2</sup>. Informacje zawarte w tym sprawozdaniu powinny być pomocne inwestorom, kredytodawcom i innym odbiorcom w ocenie działań jednostki, terminowości i wielkości jej przyszłych przepływów pieniężnych.

Wynik (zysk) całkowity (całościowy), nazywany także dochodem całkowitym, stanowiący równowartość zmiany kapitału własnego w okresie sprawozdawczym, wynikającej z transakcji innych niż dokonywane z właścicielami kapitału, jest niewątpliwie znacznie szerszą i bardziej pojemną kategorią ekonomiczną aniżeli zysk netto [Buk, 2013, s. 9].

---

<sup>2</sup> Formalna nazwa charakteryzowanego sprawozdania brzmi: sprawozdanie z zysków lub strat i innych całkowitych dochodów (*statement of profit or loss and other comprehensive income for the period*). Jednakże regulacje MSR dopuszczają w przypadku tego sprawozdania możliwość zastosowania innej nazwy, np. sprawozdanie z całkowitych dochodów (*statement of comprehensive income*).



**Rys. 2.** Elementy kształtujące wynik całościowy spółki akcyjnej

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [MSR, 2008].

Zysk całkowity obejmuje zarówno przychody i koszty kształtujące wynik finansowy za dany okres, jak i inne całkowite dochody, czyli wszelkie zyski oraz straty, które są uznane i rozliczane poprzez kapitał własny, w szczególności kapitał z aktualizacji wyceny (zob. rys. 2).

Kategorii wyniku całkowitego przypisuje się w literaturze przedmiotu szereg zalet w przeciwieństwie do tradycyjnego wyniku finansowego netto, jednakże przeprowadzone dotychczas wyniki badań empirycznych nie są jednoznaczne. W szczególności wskazać należy, iż prezentacja wyniku całościowego związana jest z wykorzystaniem modelu wyceny, w którym stosuje się „rachunkowość czystej nadwyżki” (*clean surplus accounting*) [Gad, 2014, s. 49]. Odzwierciedla zatem wartość godziwą [Walińska, 2012, s. 38-42], czyli wartość ustaloną na warunkach rynkowych.

Przydatność kategorii wyniku całkowitego w zarządzaniu przedsiębiorstwem była przedmiotem badań prowadzonych zarówno w Polsce, jak i za granicą. Mając na uwadze te pierwsze, dotyczą one w głównej mierze formy i jakości prezentacji wyniku całościowego. Na tle wyników zagranicznych badań empirycznych należy wskazać zarówno na szereg zalet, jak i wad tej kategorii ekonomicznej.

Z jednej strony uznaje się, iż wynik całościowy wyraża większy potencjał przedsiębiorstwa do generowania zysków w przyszłości, jest bardziej spójny i zgodny z teorią wyceny przedsiębiorstw, wykazuje się wyższą korelacją ze stopami zwrotu z akcji, a przede wszystkim wydaje się mniej podatny na manipulacje księgowo i realizację strategii zarządzania wynikiem finansowym [Kanagaretman i in., 2009, s. 352; Dhaliwal i in., 1999, s. 45; Biddle, Choi, 2006, s. 1-32; Hirst, Hopkins, 2007, s. 47-75; Chambers i in., 2007, s. 561].

Z drugiej zaś strony zauważa się, iż zyski netto są bardziej istotną i trwałą w czasie pozycją wynikową, w większej mierze wiążą się ze stopą zwrotu z akcji, stanowią lepsze odzwierciedlenie finalnego pomiaru wyników przedsiębiorstwa oraz bardziej służą prognozie przyszłych przepływów i przychodów [Goncharov, Hodgson, 2011, s. 27-59; Dhaliwal i in., 1999, s. 45; Barton i in., 2010, s. 753-789]. Sprawozdanie z całkowitych dochodów zawiera ponadto zewnętrzne i nieprzejrzyste komponenty, które zmniejszają możliwość predykcji wyników długoterminowych i mają różną użyteczność w zakresie tworzenia wartości przedsiębiorstwa [Rees, Shane, 2012, s. 794; O'Hanlon, Pope, 1999, s. 459-482; Louis, 2003, s. 1027-1047].

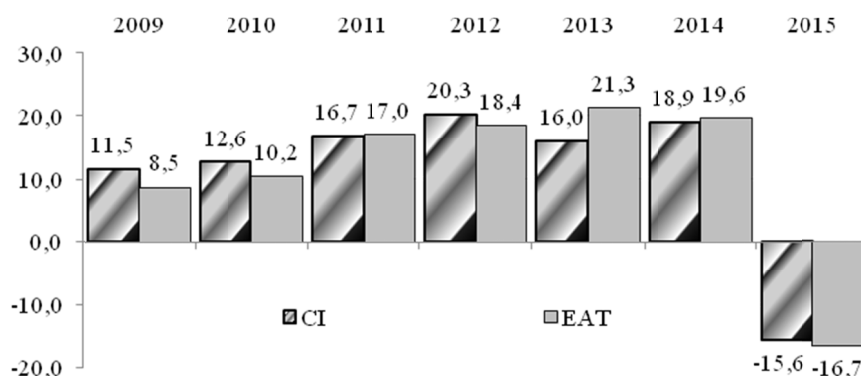
Siły i słabości kategorii wyniku całkowitego w predykcji przyszłych przepływów pieniężnych były również przedmiotem badań wielu autorów, którzy analizowali przedsiębiorstwa działające na różnych rynkach, m.in. w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, a także w 16 krajach europejskich. Na szczególną uwagę zasługują wyniki badań amerykańskich wskazujące, iż zysk całkowity posiada większą siłę predykcyjną niż zysk netto w prognozowaniu przyszłych zysków netto, zysków całkowitych oraz operacyjnych przepływów pieniężnych [Kanagaretman i in., 2009, s. 349-365]. Podobne wnioski można wysnuć na bazie innych opracowań [Choi, Zang, 2006, s. 77-109]. Badania przeprowadzone na europejskich rynkach dowodzą z kolei słabości wyniku całkowitego w kształtowaniu przyszłych przepływów pieniężnych i jednocześnie wskazują w tym obszarze na dominację zysku netto [Goncharov, Hodgson, 2011, s. 27-59; Pronobis, Zülch, 2011, s. 72-88]. Niejednolitość wniosków płynących z dotychczasowych dociekań teoretycznych oraz analiz empirycznych świadczyć może zatem o potrzebie weryfikacji tych zależności w warunkach polskiego rynku kapitałowego.

### **3. Wyniki własnych badań empirycznych**

Spśród 32 przedsiębiorstw zaliczonych do sektora przemysłu elektromaszynowego, z analizy wykluczono siedem spółek akcyjnych (AAT HOLDING, APS ENERGIA, NEWAG, PEIXIN, SUNEX, VIGO SYSTEM oraz WESTA

ISIC), których dane empiryczne były dostępne maksymalnie za dwa ostatnie półrocza (brak reprezentatywności). Wstępnie poczynione badania empiryczne wykazały ponadto, iż kolejne trzy spółki akcyjne (GORENJE, MOJ oraz REMAK) nie sporządzały jednostkowych sprawozdań finansowych według MSR, powodując jednocześnie brak wyodrębnienia kategorii dochodu całkowitego. Z tego względu jednostki te zostały także pominięte. Finalnie szczegółową analizą objęto 22 jednostki przemysłu elektromaszynowego.

Wyniki badań empirycznych zaprezentowane na rys. 3 wskazują, że w efekcie wyodrębnienia pozycji innych całkowitych dochodów w badanym siedmioleciu, miało miejsce różnicowanie wartości zysku całkowitego (*CI*) w stosunku do zysku netto (*EAT*).



**Rys. 3.** Średnie wartości wyniku całkowitego i wyniku netto badanych spółek (w mln zł)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *EMIS*.

Na podstawie obserwacji podstawowych statystyk, należy stwierdzić występowanie większej zmienności wyników netto oraz wyników całkowitych niż operacyjnych przepływów pieniężnych (*OCF*), o czym świadczą chociażby obliczone wartości minimalne i maksymalne odchyłeń standardowych oraz współczynników zmienności (zob. tabela 1).

**Tabela 1.** Podstawowe statystyki badanych kategorii (dane w tys. zł)

Kategorie	Średnia	Mediana	Minimum	Maksimum	Odch. std.	Wsp. zm.
<i>EAT</i>	5619,1	3738,0	-691492,0	131200,0	44418,9	790,5
<i>CI</i>	5566,6	3977,0	-692409,0	109685,3	44358,8	796,9
<i>OCF</i>	8498,8	3578,0	-256665,0	259012,0	36017,3	423,8

\* Oznaczenia: *EAT* – zysk netto, *CI* – zysk całkowity, *OCF* – operacyjne przepływy pieniężne.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *EMIS*.



Ocenę siły predykcji zysku całkowitego w kształtowaniu przepływów pieniężnych analizowanych przedsiębiorstw zrealizowano w dwóch etapach. Po pierwsze, za pomocą współczynników korelacji, oceniono zależności pomiędzy zyskiem całkowitym i zyskiem netto a kształtowaniem się operacyjnych przepływów gotówkowych w kolejnych okresach badawczych. Po drugie, posłużono się analizą regresji wielorakiej i dwoma jednorównaniowymi modelami ekonomicznymi, z jedną zmienną objaśnianą oraz trzema zmiennymi objaśniającymi<sup>3</sup>. Postacie analityczne owych modeli wyrażono w następujący sposób [Pronobis, Zülch, 2011, s. 77-78]:

Model 1 (M1):

$$\ln OCF_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \ln CI_t + \alpha_2 \cdot D_{Neg\_CI} + \alpha_3 \cdot (D_{Neg\_CI} \cdot \ln CI_t) + \mu,$$

Model 2 (M2):

$$\ln OCF_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \ln EAT_t + \alpha_2 \cdot D_{Neg\_EAT} + \alpha_3 \cdot (D_{Neg\_EAT} \cdot \ln EAT_t) + \mu,$$

gdzie:

$OCF_{t+1}$  – operacyjne przepływy pieniężne netto w okresie  $t+1$ ,

$CI_t$  – wynik całkowity w okresie  $t$ ,

$EAT_t$  – wynik finansowy netto w okresie  $t$ ,

$D_{Neg\_CI}$  – zmienna sztuczna (zerojedynkowa), przyjmująca wartość 1 w przypadku ujemnego wyniku całkowitego oraz wartość zero w przypadku dodatniego wyniku całkowitego,

$D_{Neg\_EAT}$  – zmienna sztuczna (zerojedynkowa), przyjmująca wartość 1 w przypadku ujemnego wyniku finansowego netto oraz wartość zero w przypadku dodatniego wyniku finansowego netto.

Powyższe zmienne zerojedynkowe w modelach regresji wielorakiej wprowadzone zostały jako zmienne kontrolne [Braumoeller, 2004, s. 807-820) celem wyrażenia czasowej asymetrii w rozpoznawaniu zdarzeń korzystnych i niekorzystnych (tzw. konserwatyzm warunkowy, *conditional conservatism*) [Basu, 1997, s. 3-37].

Na bazie poczynionych obserwacji obliczonych współczynników korelacji nie można jednoznacznie określić, iż wykazywane w sprawozdaniu z całkowitych dochodów wartości bieżących zysków całkowitych w większym stopniu decydują o kształtowaniu operacyjnych przepływów gotówkowych w kolejnych okresach niż tradycyjne wyniki finansowe netto. W obydwu przypadkach bowiem wartości współczynników korelacji okazały się co prawda istotne statystycznie, lecz świadczyły o bardzo niskiej zależności między badanymi kategoriami (zob. tabela 2).

<sup>3</sup> Przy konstruowaniu modeli zastosowano logarytm naturalny wartości zysku netto i zysku całkowitego.

**Tabela 2.** Wartość współczynników korelacji między badanymi kategoriami

Charakter zależności	Współczynniki korelacji	Istotność statystyczna (poziom 0,05)
$CI_t$ vs $OCF_{t+1}$	0,1881	TAK
$EAT_t$ vs $OCF_{t+1}$	0,2292	TAK

Źródło: Opracowanie własne na podstawie EMIS.

Przeprowadzone badania empiryczne na podstawie dwóch przytoczonych modeli ekonomicznych wykazały, iż kierunki oddziaływania głównych zmiennych egzogenicznych ( $\ln CI_t$  oraz  $\ln EAT_t$ ) na zmienną endogeniczną ( $\ln OCF_{t+1}$ ) były dodatnie. Tym samym wskazać można, że na przyszłe operacyjne przepływy pieniężne badanych spółek przemysłu elektromaszynowego pozytywnie wpływały w badanym okresie zarówno bieżące zyski całkowite, jak i zyski netto (zob. tabela 3).

**Tabela 3.** Wyniki estymacji modeli M1 i M2

Model	Zmienne egzogeniczne	Wartości parametrów	Statystyka $t$	Poziom istotności testu	Wartość krytyczna $t_\alpha$ w przypadku, gdy $\alpha = 0,05$	Współczynnik determinacji $R^2$	
M1	$\ln CI_t$	<b>0,4730</b>	<b>6,9926</b>	<b>0,0000</b>	1,960	0,16	
	$D_{Neg\_CI}$	1,5060	1,2881	0,1988			
	$D_{Neg\_CI} \cdot \ln CI_t$	-0,1580	-1,1101	0,2679			
M2	$\ln EAT_t$	<b>0,4177</b>	<b>6,1275</b>	<b>0,0000</b>		1,960	0,12
	$D_{Neg\_EAT}$	1,3079	1,0799	0,2811			
	$D_{Neg\_EAT} \cdot \ln EAT_t$	-0,1678	-1,1299	0,2595			

\* W tabeli pogrubioną czcionką wyróżniono istotne statystycznie zmienne egzogeniczne.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie EMIS.

Bezsprzecznie należy podkreślić, że wartość oszacowanego parametru stojącego przy zmiennej  $\ln CI_t$  była wyższa niż przy zmiennej  $\ln EAT_t$  (o ok. 0,055), co można przełożyć na nieco mocniejszą siłę predykcyjną zysku całkowitego w kształtowaniu przyszłych operacyjnych przepływów pieniężnych w przeciwieństwie do zysku netto. Warto podkreślić fakt, że oszacowane parametry przy obydwu zmiennych objaśniających okazały się istotne statystycznie na poziomie ufności 0,05.

Mając zaś na uwadze wpływ zmiennych kontrolnych (sztucznych, zerojedynkowych), wyszczególnić należy ich różny charakter oddziaływania na zmienną egzogeniczną. Wartości dwóch zmiennych ( $D_{Neg\_CI}$  oraz  $D_{Neg\_EAT}$ ) wskazywały na pozytywny wpływ na przyszłe operacyjne przepływy pieniężne, zaś kolejne dwie [ $(D_{Neg\_CI} \cdot \ln CI_t)$  oraz  $(D_{Neg\_EAT} \cdot \ln EAT_t)$ ] świadczyły o ich pejoratywnym wpływie na zmienną objaśnianą. Natomiast przy założonym poziomie ufności statystycznej 0,05, te wszystkie cztery zmienne okazały się nieistotne statystycznie, tym samym nie można jednoznacznie wskazać na kierunek i siłę ich wpływu na zmienną endogeniczną.

## Podsumowanie

Literatura przedmiotu dowodzi, iż dzięki funkcjonowaniu rachunku przepływów środków pieniężnych można uzyskać lepszy obraz działalności przedsiębiorstwa pod kątem generowania dochodowości, niż opieranie się wyłącznie na wskaźnikach zyskowności. Przepływy gotówkowe lepiej niż zysk odzwierciedlają efekt gospodarowania przedsiębiorstwem, gdyż wskazują na rzeczywisty przebieg jego siły dochodowej w okresach minionych i stanowią istotny punkt wyjścia do obliczania przyszłych możliwości utrzymania osiągniętych wyników.

Zaprezentowane rezultaty badań wybranych spółek przemysłu elektromaszynowego notowanych na GPW w Warszawie nie dają jednoznacznej odpowiedzi na stawiane pytanie badawcze, który wynik finansowy (całkowity czy netto) posiada większą siłę predykcyjną w kształtowaniu przyszłych operacyjnych przepływów pieniężnych. Co prawda oszacowane wartości parametrów dwóch modeli ekonomicznych wskazują na pewną przewagę kategorii zysku całkowitego, jednakże analiza korelacji nie daje już podstaw do uznania stawianej hipotezy za w pełni słuszną. Godnym podkreślenia jest jednak fakt, iż zysk całkowity i zysk netto pozytywnie oddziałują na kształtowanie wielkości gotówki w przyszłych okresach, będącej nie tylko źródłem korzyści kapitałowych dla akcjonariuszy, ale także nośnikiem wartości rynkowej przedsiębiorstwa.

Wyniki badań empirycznych nie pretendują do wyciągania zgeneralizowanych wniosków z uwagi na niewielką liczebność próby badawczej oraz wykorzystany zakres danych liczbowych z zastosowaniem względnie prostych metod i technik predykcji. Tym niemniej mogą stać się ważną podstawą dalszych prac naukowo-badawczych, zmierzających do pełniejszego poznania oraz oceny roli i znaczenia zysku całkowitego w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa.

## Literatura

- Baetge J., Kirsch H.J., Thiele S. (2004), *Bilanzanalyse*, IDW Verlag, Düsseldorf.
- Barton J., Hansen T.B., Pownall G. (2010), *Which Performance Measures do Investors Around the World Value the Most – and why*, „Accounting Review”, Vol. 85, No. 3.
- Basu S. (1997), *The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings*, „Journal of Accounting and Economics”, Vol. 24, No. 1.
- Biddle G., Choi J.H. (2006), *Is Comprehensive Income useful?* „Journal of Contemporary Accounting & Economics”, Vol. 2, No. 1.
- Black A., Wright P., Bachman J.E., Davies J. (2000), *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy. Kształtowanie wyników działalności spółek*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.

- Braumoeller B.F. (2004), *Hypothesis Testing and Multiplicative Interaction Terms*, „International Organization”, Vol. 58, No. 4.
- Buk H. (2013), *Zróżnicowana informacja o dochodach spółki w zależności od stosowanych standardów sprawozdawczości finansowej*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica”, nr 278.
- Chambers D., Linsmeier T., Shakespeare C., Sougiannis T. (2007), *An Evaluation of SFAS No. 130 Comprehensive Income Disclosure*, „Review of Accounting Studies”, Vol. 12.
- Choi J., Zang Y. (2006), *Implications of Comprehensive Income Disclosure for Future Earning and Analysts' Forecasts*, „Seoul Journal of Business”, Vol. 12.
- Copeland T., Koller T., Murrin J. (1997), *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa.
- 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”, Vol. 26.
- Dobija M., Dobija D. (2005), *Pomiar zysku i wartości przedsiębiorstwa* [w:] M. Dobija (red.), *Teoria rachunkowości w zarysie*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie.
- Dudycz T. (2001), *CFROI jako nowe narzędzie pomiaru osiągnięć finansowych przedsiębiorstw*, „Bank i Kredyt”, maj.
- Duraj J. (1997), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa.
- Goncharov I., Hodgson A. (2011), *Measuring and Reporting Income in Europe*, „Journal of International Accounting Research”, Vol. 10, No. 1.
- Gad J. (2014), *Sprawozdanie z wyniku całościowego jako źródło informacji na temat kapitałowych przychodów i kosztów – doświadczenia polskiego i niemieckiego rynku kapitałowego*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, t. 75 (131), SKwP, Warszawa.
- Günther T., Landrock B., Mucbe T. (2000), *Gewinn versus unternehmenswertorientierte Performancemaße. Eine empirische Untersuchung auf Basis Korrelation von Kapitalmarkttrenditen für die deutschen DAX-100-Unternehmen*, „Controlling”, nr 2.
- Hirst D.E., Hopkins P.E. (2007), *Comprehensive Income Disclosure and Analysts' Valuation Judgements*, „Journal of Accounting Research”, No. 36(3).
- Hofmann Ch., Arnegger M., Kopitzke J. (2007), *Gewinnmanagement und Arbeitanreize bei fehlerhaften Performancemaßen*, „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis”, Heft 2.
- Janasz W. (2003), *Kształtowanie wartości podmiotu gospodarującego*, „Przegląd Organizacji”, nr 6.
- Kanagaretman K., Mathieu R., Shehata M. (2009), *Usefulness of Comprehensive Income Reporting in Canada*, „Journal of Accounting and Public Policy”, No. 28.
- Kronner K., Herold Ch. (2007), *Gestaltung der Rechnungslegungsnormen zur Vermeidung manipulativer Umsatzrealisierung*, „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis”, Heft 2.

- Louis H. (2003), *The Value Relevance of the Foreign Translation Adjustment*, „Accounting Review”, Vol. 78, No. 4.
- Międzynarodowy Standard Rachunkowości 1. Prezentacja sprawozdań finansowych* (2008) [w:] Rozporządzenie Komisji (WE) nr 1274/2008 z dnia 17 grudnia 2008 r.
- Mills R.W., Weinstein B. (2001), *Zarządzanie wartością firmy – jak pogodzić interesy udziałowców i pozostałych interesariuszy?* „Controlling i Rachunkowość Zarządcza”, nr 4-5.
- O’Hanlon J.F., Pope P.F. (1999), *The Value Relevance of U.K. Dirty Surplus Accounting Flows*, „British Accounting Review”, Vol. 31.
- Pronobis P., Zülch H. (2011), *The Predictive Power of Comprehensive Income and its Individual Components Under IFRS*, „Problems and Perspectives in Management”, Vol. 9, No. 4.
- Rappaport A. (1999), *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik dla menedżera i inwestora*, WIGPress, Warszawa.
- Rees L.L., Shane P.B. (2012), *Academic Research and Standard-Setting: The Case of Other Comprehensive Income*, „Accounting Horizons”, Vol. 26, No. 4.
- Skoczylas W. (2007), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa.
- Szychta A. (2012), *Dochody całkowite w sprawozdaniach finansowych największych spółek notowanych na GPW w Warszawie*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica”, nr 263.
- Śnieżek E. (2012), *Rachunek przepływów pieniężnych jako źródło informacji o zmianie sytuacji finansowej jednostki*, w: *Meritum. Rachunkowość i sprawozdawczość finansowa*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Walińska E. (2012), *Wynik całościowy w sprawozdaniu finansowym. Jak go rozumieć?* „Przegląd Organizacji”, nr 12.

#### THE PREDICTIVE POWER OF COMPREHENSIVE INCOME FOR CASH FLOWS OF AN ENTERPRISE

**Summary:** The main purpose of this paper is to show a comparative analysis of comprehensive income and net profit, primarily associated with the predictive power of this financial category for cash flows of an enterprise. Realization of the fundamental objective of this paper was centered around the main research hypothesis, stating that the comprehensive income, as opposed to the traditional net income, has a stronger predictive power for operating cash flows, which are associated with shaping the market value. The research comprised selected public electroengineering companies listed on the Warsaw Stock Exchange (qualified on 15.06.2016). Empirical data for the study was obtained from the half-yearly financial statements (the period from 2009 to 2015).

**Keywords:** comprehensive income, financial result, cash flow, market value.