



## Michał Comporek

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

# METODOLOGICZNE ASPEKTY NALICZANIA CAŁKOWITEGO ZWROTU DLA AKCJONARIUSZY SPÓŁEK GIEŁDOWYCH

**Streszczenie:** Zasadniczy cel opracowania ogniskuje się wokół przedstawienia wyników badań empirycznych nad zróżnicowaniem absolutnych i względnych wartości całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy spółek publicznych należących do dwóch subindeksów giełdowych: WIG-Media i WIG-Energia w 2016 r. W artykule zaprezentowano dwuwymiarowe podejście do oceny wskaźnika *TSR*. Pierwsze z nich skupia się na przedstawieniu najczęściej spotykanych w literaturze przedmiotu wariantów metodologicznych służących do wyodrębnienia bezwzględnych wartości omawianego wskaźnika, obrazujących ogół korzyści ekonomicznych płynących dla inwestorów z tytułu posiadanych papierów wartościowych określonej spółki w jednym okresie lub ciągu tych okresów. Drugie z nich, eksponujące behawioralne podejście do oceny pomiaru dokonań podmiotu gospodarczego, ilustruje nie tylko wytworzoną (utraconą) wartość względem akcjonariuszy, ale i oczekiwania rynku w procesie zarządzania przedsiębiorstwem.

**Słowa kluczowe:** całkowity zwrot dla akcjonariuszy, spółka giełdowa, akcje, wskaźnik *TSR*.

**JEL Classification:** G11, G14.

## Wprowadzenie

Wprowadzenie akcji podmiotu gospodarczego do zorganizowanego obrotu na rynku regulowanym umożliwia przedsiębiorstwu dostęp do potencjalnie dużych zasobów kapitałowych, ułatwiających kontynuację działalności oraz sprzyjających jego dalszemu rozwojowi. Status spółki giełdowej gwarantuje także rynkową wycenę wartości przedsiębiorstwa oraz stałą weryfikację osiągniętych wyników ekonomicznych [Duliniec, 2007, s. 48]. Z perspektywy inwestora

uczestnictwo w grze giełdowej oferuje przede wszystkim możliwość szybkiego pomnażania środków pieniężnych poprzez realizację inwestycji o ponadprzeciętnych stopach zwrotu. Podstawową zasadą podejmowania decyzji finansowych przez osoby lokujące kapitał na giełdzie jest bowiem maksymalizowanie wartości całkowitych dochodów z funduszy zainwestowanych w walory określonego emitenta.

W literaturze przedmiotu prezentuje się szereg mierników ekonomicznych, które w sposób syntetyczny i porównywalny przedstawiają sumę bieżących oraz potencjalnych dochodów (bądź strat) osiągniętych przez inwestorów w wyniku: zmian cen rynkowych akcji, otrzymanej dywidendy, oferowanych korzyści z wykonania praw poboru akcji, czy też umorzenia akcji. Za jedną z najistotniejszych rynkowych miar wyrażających całokształt korzyści wynikających z inkorporowanych praw majątkowych i korporacyjnych w związku z posiadanymi akcjami spółek giełdowych znać można tzw. współczynnik całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy *TSR* (*Total Shareholder Return*). Współczynnik ten posiada szerokie zastosowanie w podejmowaniu zarówno krótkookresowych, jak i długookresowych decyzji dotyczących strategii zakupu, sprzedaży i posiadania akcji. Dostarcza on nadto wieloprzekrojowych informacji ekonomicznych, które mogą być wykorzystywane w planowaniu i kontroli działalności, ocenie efektywności wykorzystania zasobów oraz podejmowania racjonalnych decyzji gospodarczych [Nowak, 2013, s. 433].

Zasadniczym celem opracowania jest przedstawienie wyników badań empirycznych nad zróżnicowaniem absolutnych i względnych wartości całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy spółek publicznych należących do subindeksów giełdowych: WIG-Media i WIG-Energia w 2016 r. Przeprowadzona analiza pozwoliła na ukazanie predykcijnej funkcji współczynnika całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy w określaniu możliwości kreacji bogactwa lub tworzenia wartości dla właścicieli przedsiębiorstw giełdowych w wyniku dokonywanych inwestycji w walory tychże spółek. Celem drugorzędnym artykułu jest ukazanie pełniejszego wymiaru analizy konstrukcji metodologicznej współczynnika całkowitego zwrotu z kapitału akcjonariuszy spółek giełdowych, wywołanej potrzebą kompleksowej oceny poziomu i charakteru satysfakcji finansowej właścicieli przedsiębiorstw publicznych. Realizacji tych dwóch zamierzeń naukowych sprzyjają zarówno rozważania metodologiczne nad konstrukcją współczynnika całkowitych korzyści dla akcjonariuszy (wraz z podejściem behawioralnym służącym ich ocenie), jak i badania empiryczne, w których wykorzystane zostały dane liczbowe pochodzące z rocznych jednostkowych sprawozdań finansowych spół-

łek publicznych zawartych w Notoria Serwis SA, Rocznikach Giełdowych GPW w Warszawie oraz bazie danych Stooq.pl. Badania te mają charakter egzemplifikacyjny.

Dodatkową przesłanką skłaniającą ku szerszemu odniesieniu się do podejmowanej problematyki badawczej jest szeroko postulowany pogląd twierdzący, że zarówno pomiar dokonań przedsiębiorstwa, jak również ich monitorowanie, raportowanie i ocena leżą w centrum zainteresowania współczesnych koncepcji zarządzania poprzez wartość [zob. m.in.: Nita, 2007, s. 36; Nowicki, 2015, s. 231; Waśniewski, 2018, s. 20 i n.]. W tym kontekście współczynnik całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy *TSR* może być postrzegany jako szczególnie ważna miara ekonomiczna z perspektywy szerokiego grona interesariuszy podmiotu gospodarczego. Stanowiąc swoisty weryfikator realizacji nadrzędnego celu funkcjonowania jednostki gospodarczej, jakim jest dążenie do maksymalizacji bogactwa akcjonariuszy<sup>1</sup> w drodze prowadzenia działalności gospodarczej na rynku, jest on zarazem istotnym kryterium oceny efektywności zarządzania wspomnianą jednostką przez kadrę kierowniczą.

## 1. Sześć wymiarów oceny całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy

Współczynnik całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy należy uznać za jedną z podstawowych miar oceny efektywności realizacji inwestycji w akcje podmiotu gospodarczego. Istotne znaczenie opisywanego miernika wynika przede wszystkim z dążenia przez akcjonariuszy do realizacji własnych interesów w kształtowaniu i kontrolowaniu działalności przedsiębiorstwa. Jego postać przybiera zróżnicowane formy. Może ona odnosić się zarówno do oceny efektów płynących ze sprzedaży posiadanych akcji, jak i może przyjąć kształt pełniejszej formuły, uwzględniającej pozostałe korzyści wynikające z posiadania i zarządzania akcjami przedsiębiorstwa, które są niejednokrotnie trudne do bezpośredniego oszacowania lub wyceny.

Szersze spojrzenie na dostępne spektrum potencjalnych scenariuszy obliczania wartości współczynnika całkowitego zwrotu (zwanego także stopą zwrotu i określonego symbolem *TSR*) pozwala na wskazanie na trzy zasadnicze podejścia metodologiczne pozwalające ustalić i ocenić wartość dochodu osiągniętego z inwestycji w akcje w stosunku do wartości zaangażowanego w nie kapitału.

---

<sup>1</sup> Pojęcie bogactwa akcjonariuszy dotyczy nie tylko konkretnego posiadacza akcji przedsiębiorstwa, czy danej grupy właścicieli, ale wszystkich aktualnych i przyszłych akcjonariuszy [zob. Duliniec, 2001, s. 145].

W podejściu pierwszym całkowity zwrot dla akcjonariuszy jest utożsamiany ze stopą rentowności akcji danego podmiotu, obliczaną wyłącznie na podstawie zmian wartości tego aktywa w przyjętym horyzoncie odniesienia [Burgman, Van Clief 2012, s. 1-8]. Koncepcja ta wydaje się szczególnie interesująca z perspektywy inwestorów spekulacyjnych, zainteresowanych uzyskaniem szybkiego dochodu dzięki bieżącym wahaniom kursów papierów wartościowych. Jednocześnie zrównuje ona współczynnik  $TSR$  stricte z miarą wzrostu bogactwa akcjonariuszy spółek giełdowych, mierzonego przyrostem cen akcji w danym okresie. W takim kontekście formuła służąca do wyznaczenia  $TSR$  przyjmuje następującą postać<sup>2</sup>:

$$TSR_1 = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (1)$$

gdzie:

$TSR_1$  – współczynnik korzyści kapitałowych osiągniętych ze sprzedaży akcji,

$P_t$  – rynkowa cena sprzedaży akcji (na koniec okresu inwestycji),

$P_{t-1}$  – rynkowa cena zakupu akcji.

W podejściu drugim całkowity zwrot dla akcjonariuszy identyfikowany jest ze stopą rentowności akcji, wyznaczaną na podstawie zmienności kursu waloru w analizowanym horyzoncie i powiększoną o korzyści dywidendowe osiągnięte przez akcjonariuszy w tymże okresie, mierzone wartością dywidendy przypadającej na jedną akcję znajdującą się obrocie i posiadającą prawo do dywidendy [zob. m.in.: Cwynar, Cwynar, 2000, s. 274; Jaki, 2012, s. 124; Pandya, 2014, s. 27-28; Cucari i in., 2016, s. 182-187]. W zaprezentowanym ujęciu obliczania współczynnika  $TSR_2$  łączne korzyści wynikające z inwestycji w akcje są sumaryczną wartością łączącą wynik podejmowanych decyzji dotyczących transakcji kupna-sprzedaży walorów spółki z uwzględnieniem zmian koniunktury giełdo-

<sup>2</sup> Podkreślić należy powszechne eksponowanie w literaturze przedmiotu odmiennych stanowisk w zakresie uznawania współczynnika  $TSR$  za miarę bogactwa akcjonariuszy i/lub miernika kreacji wartości względem akcjonariuszy. Część badaczy wyraża przekonanie, że obie te kategorie można ze sobą utożsamiać, bowiem jeżeli przedsiębiorstwo będzie osiągało wysoki poziom przepływów pieniężnych dla właścicieli w postaci dywidend i innych wypłat gotówkowych, wówczas inwestorzy będą skłonni płacić więcej za nabycie akcji tego podmiotu, a dotychczasowi posiadacze nie będą zainteresowani ich sprzedażą. W rezultacie spowoduje to wzrost cen akcji i jednocześnie wzrost dochodów dla akcjonariuszy spółki [Michalski, 2001, s. 95; Wrońska, 2005, s. 252-253]. Inni autorzy z kolei zauważają, że aby wartość dla akcjonariuszy przełożyła się na wzrost kursu akcji (a zatem bogactwa akcjonariuszy), niezbędne jest potwierdzenie hipotezy o efektywności rynku. W przeciwnym razie kursy akcji będą stanowiły pochodną indywidualnych szacunków wartości przedsiębiorstwa, nieodzwierciedlających stricte wyników operacyjnych spółki [Rappaport, 1999, s. 202; Wrońska, 2005, s. 259].

wej oraz nakreślonej i realizowanej przez przedsiębiorstwo polityki podziału zysku netto. Postać współczynnika  $TSR_2$  przedstawić można następująco:

$$TSR_2 = \frac{(P_t - P_{t-1}) + DPS}{P_{t-1}} = TSR_1 + \frac{div}{P_{t-1}} = TSR_1 + SDYR \quad (2)$$

gdzie:

$TSR_2$  – współczynnik korzyści kapitałowych osiągniętych w wyniku otrzymanej dywidendy w okresie inwestycji oraz późniejszej sprzedaży akcji,

$DPS$  – wartość dywidendy przypadającej na akcję spółki (posiadającą prawo do dywidendy) w okresie inwestycji,

$div$  – łączna wartość wypłaconych dywidend w okresie inwestycji,

$V$  – wolumen akcji będących w obrocie (z prawem do dywidendy),

$SDYR$  – współczynnik korzyści dywidendowych przypadających na jedną złotówkę początkowej wartości rynkowej akcji,

pozostałe oznaczenia jak wyżej;

lub z uwzględnieniem zysków nie podzielonych według następującej formuły:

$$TSR_2 = \frac{(P_t - P_{t-1}) + DPS}{P_{t-1}} = TSR_1 + \frac{DPR \times EPS}{P_{t-1}} = TSR_1 + \frac{(1 - b) \times EPS}{P_{t-1}} \quad (3)$$

gdzie:

$b$  – stopa zysków niepodzielonych w okresie inwestycji,

$DPR$  – stopa wypłaty dywidendy w okresie inwestycji,

$EPS$  – zysk netto przypadający na akcję spółki (posiadającą prawo do dywidendy) w okresie inwestycji,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Włączenie współczynnika korzyści dywidendowych  $DPS$ , a także  $SDYR$  i  $b$  do formuły obliczania całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy pozwala spojrzeć na dywidendę jako na jeden z czynników mogących wywierać realny wpływ na wartość rynkową przedsiębiorstwa. Pamiętać jednak należy, iż dywidenda jest postrzegana przez właścicieli przedsiębiorstw giełdowych jako opcja korzyści wynikających z realizowanych praw majątkowych w formie finansowej lub rzeczowej. Stanowi ona zarazem prawo walnego zgromadzenia do uchwalenia podziału części zysku netto<sup>3</sup> między właścicieli spółki giełdowej, stając się zara-

<sup>3</sup> Zwrócić należy uwagę, że zgodnie z art. 348, par. 1 Ustawy z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych kwota przeznaczona do podziału między akcjonariuszy nie może przekra-

zem potencjalną korzyścią akcjonariusza, jak i wydatkiem dla przedsiębiorstwa<sup>4</sup> [Duraj, 2001, s. 130-131].

Zauważyć nadto należy, że w ostatnich latach coraz popularniejsze wśród inwestorów giełdowych stały się tzw. plany bezpośrednich reinwestycji dywidend *DRIPs* (*Direct Re-Investment Plans*). Ich istota polega na dobrowolnym uczestnictwie akcjonariusza w programie umożliwiającym bezpośrednio i automatycznie inwestowanie w akcje danego emitenta kapitałów pochodzących z dywidend ogłoszonych i formalnie należnych właścicielom określonej spółki. Redystrybucja dywidend odbywa się z pominięciem instytucji pośredniczących, co przyczynia się m.in. do obniżenia kosztów transakcyjnych i podwyższania wyceny podmiotu gospodarczego [Zarębski, 2011, s. 287]. Nie powoduje ona powstawania bezpośrednich strumieni przepływów pieniężnych w stronę akcjonariusza; dochodem inwestora jest dodatnia różnica zachodząca między ceną zakupu akcji za pośrednictwem wyspecjalizowanych instytucji finansowych a ceną nabycia akcji w ramach uczestnictwa w programie (wolną od prowizji).

W podejściu trzecim całkowity zwrot dla akcjonariuszy ( $TSR_3$ ) przedstawiany jest w postaci współczynnika rentowności akcji, który obliczany jest na podstawie periodycznych zmian wartości danego waloru z uwzględnieniem wartości wszystkich przepływów pieniężnych przypadających na akcję i generowanych przez przedsiębiorstwo na rzecz jego właścicieli [Mikołajek-Gocejna, 2010, s. 50]. Pozwala ono na ujęcie formuły współczynnika  $TSR$  w następujący sposób:

$$TSR_3 = \frac{P_t - P_{t-1} + DPS + CP}{P_{t-1}} \quad (4)$$

---

cząc zysku za ostatni rok obrotowy, powiększonego o niepodzielone zyski z lat ubiegłych oraz o kwoty przeniesione z utworzonych z zysku kapitałów zapasowego i rezerwowych, które mogą być przeznaczone na wypłatę dywidendy. Kwotę tę należy pomniejszyć o niepokryte straty, akcje własne oraz o kwoty, które zgodnie z ustawą lub statutem powinny być przeznaczone z zysku za ostatni rok obrotowy na kapitały zapasowy lub rezerwowe.

<sup>4</sup> Polityka wypłaty dywidendy jest wypadkową wielu czynników o różnej sile oddziaływania [zob. Sierpińska, 1999, s. 119-130; Duraj, 2002, s. 95-103]. Jak wskazano powyżej, zwyczajowo jest ona wypłacana z zysku netto, kapitału zapasowego lub niepodzielonych zysków z lat poprzednich (przyjmując formę pieniężną akcji). Zdarzają się jednak sytuacje, w których spółki giełdowe zmuszone są zadłużać się na zewnątrz, aby zrealizować określoną politykę wypłaty dywidendy. Istotnym problemem jest nie tylko odległość czasowa pomiędzy zamknięciem roku bilansowego a decyzjami co do podziału zysku i ewentualnej wypłaty dywidendy (3-6 miesięcy od rozpoczęcia następnego roku obrotowego), ale także problem rozróżnienia osiągniętego zysku od wypracowanej nadwyżki gotówki [szerzej: Waśniewski, 2013, s. 111-122].

gdzie:

$TSR_3$  – współczynnik korzyści kapitałowych osiągniętych w wyniku otrzymanej dywidendy oraz innych wypłat gotówki w okresie inwestycji oraz późniejszej sprzedaży akcji,

$CP$  – inne wypłaty gotówki na rzecz właścicieli przypadające na akcję spółki w okresie realizowanej inwestycji.

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Najczęściej spotykane formy wypłat gotówki dla akcjonariuszy, poza przepływami pieniężnymi z tytułu dywidend, przybierają postać korzyści netto z odkupienia akcji oraz korzyści z tytułu prawa poboru akcji nowej emisji. W wyniku przeprowadzenia operacji wykupu akcji własnych korzyści finansowe realizują zarówno inwestorzy dokonujący sprzedaży akcji ich emitentowi, jak i akcjonariusze pozostający dotychczasowej w strukturze własnościowej spółki. Dla pierwszej z wymienionych grup interesariuszy przedsiębiorstwa odsprzedanie akcji własnych może być traktowane jako alternatywna forma wypłaty dywidendy (w stosunku do wypłaty dywidendy w formie pieniężnej). Dla drugiej zaś nabycie walorów spółki wiąże się z korzyściami kapitałowymi w postaci wzrostu wartości rynkowej posiadanych akcji oraz zwiększeniem udziału w przyszłych zyskach podmiotu gospodarczego [Graham, King, 2000, s. 11-16]. Stopa dochodu z odkupienia netto jest wyrażoną w jednostkach pieniężnych i przeliczoną na jedną akcję kwotą wydaną na odkupienie walorów spółki, pomniejszoną o wartość akcji wykorzystanych do pokrycia zobowiązań wynikających z wystawionych opcji na akcje i odniesioną do ceny akcji w momencie sprzedaży [Pieloch, 2012, s. 85-86]. Współczynnik  $TSR_4$ , uwzględniający korzyści płynące z wykupu akcji własnych, będzie przybierał następujący format:

$$TSR_4 = \frac{P_{t'} - P_{t-1} + DPS}{P_{t-1}} + \frac{VS_o - VS_z}{P_{t'}} \quad (5)$$

gdzie:

$TSR_4$  – współczynnik korzyści kapitałowych osiągniętych w wyniku otrzymanej dywidendy, wykupu akcji własnych oraz późniejszej sprzedaży akcji,

$VS_o$  – wartość odkupionych akcji,

$VS_z$  – wartość akcji wykorzystanych do zrealizowania zobowiązań spółki z tytułu wystawionych opcji na akcje,

$P_{t'}$  – cena akcji w momencie wykupu,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Zawarcie w formule obliczeniowej całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy (określonego symbolem  $TSR_5$ ) potencjalnych korzyści z tytułu oferowania praw poboru akcji uzasadnione jest co najmniej dwoma przesłankami. Po pierwsze, prawo poboru akcji nowej emisji może stanowić przedmiot obrotu na giełdzie jako samodzielny papier wartościowy. Oznacza to, że dotychczasowi akcjonariusze mogą zrezygnować z prawa do objęcia nowych akcji danego emitenta i odsprzedać to prawo na rynku regulowanym, uzyskując w ten sposób określony dochód (należy przeto pamiętać, iż takie rozwiązanie spowoduje redukcję udziału wskaźnika wartości posiadanych przez nich akcji w wartości akcji ogółem; poniosą oni nadto straty kapitałowe w wyniku spadku jednostkowej ceny akcji). Po drugie zaś, oferowanie prawa poboru związanego z nową emisją akcji zwykłych umożliwi inwestorom nabycie – po zwyczajowo niższej cenie – nowych walorów zgodnie z systemem *pro rata basis*. Współczynnik  $TSR_5$ , uwzględniający dochód z oferowanych praw poboru, przyjmie zatem następującą formułę:

$$TSR_5 = \frac{P_t - P_{t-1} + DPS}{P_{t-1}} + \frac{P_e - P_s}{1 + \frac{N_s}{N_n}} \quad (6)$$

gdzie:

$TSR_5$  – współczynnik korzyści kapitałowych osiągniętych w wyniku otrzymanej dywidendy, zrealizowanego prawa poboru oraz późniejszej sprzedaży akcji,

$P_e$  – wartość akcji z prawem poboru,

$P_s$  – wartość subskrypcyjna akcji nowej emisji,

$N_s$  – liczba wyemitowanych akcji będących w obiegu,

$N_n$  – liczba akcji nowej emisji,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Zaprezentowane formy obliczania absolutnych wartości współczynnika całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy pozwalają stwierdzić, iż  $TSR$  może być postrzegany jako ważna miara oceny efektywności podejmowanych i realizowanych decyzji inwestycyjnych przede wszystkim z punktu widzenia inwestorów portfelowych, zainteresowanych maksymalizacją własnych korzyści ekonomicznymi przy akceptowanym poziomie ryzyka. Miernik ten nie uwzględnia jednak szeregu korzyści wynikających z praw korporacyjnych posiadanych przez akcjonariuszy spółek publicznych. Wykorzystując pełniejsze podejście do obliczania stopy zwrotu z całkowitego dochodu zaproponowane przez A.N. Du-



raj [2001, s. 131-132], które w sposób transparentny uwzględnia podział sumy osiągniętych korzyści przez właścicieli podmiotów giełdowych według charakteru praw, z których owe korzyści wynikają, można współczynnik  $TSR_6$  zapisać następująco:

$$TSR_6 = \frac{P_t - P_{t-1} + DPS + CP}{P_{t-1}} + TSB_b + TSB_c \quad (7)$$

gdzie:

$TSR_6$  – współczynnik całkowitych korzyści kapitałowo-korporacyjnych osiągniętych w wyniku realizowanej inwestycji,

$TSB_b$  – całkowite korzyści akcjonariusza, wynikające z pozostałych praw majątkowych przysługujących akcjonariuszowi (np. prawa do udziału w masie likwidacyjnej), które można obliczyć jako stosunek wartości zrealizowanych korzyści z pozostałych praw majątkowych do ceny zakupu akcji,

$TSB_c$  – całkowite korzyści akcjonariusza, wynikających z praw korporacyjnych przysługujących akcjonariuszowi (dostępne wszystkim akcjonariuszom, jak np. prawo do udziału w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, prawo głosu, prawo do informacji, ale także inne specyficzne uprawnienia, jak: możliwość zwiększania swojego udziału w spółce poprzez emisje uprzywilejowane, osobiste uprawnienia wskazane w statucie), które można obliczyć jako stosunek wartości zrealizowanych korzyści z praw korporacyjnych do ceny zakupu akcji,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Tym samym w przedstawionej szóstej formule wartości całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy ( $TSR_6$ ) znalazły się wszystkie podstawowe źródła korzyści majątkowych i korporacyjnych dla właścicieli przedsiębiorstwa, tworzące im satysfakcję finansową i jednocześnie poczucie realnego wpływu na podejmowanie, realizację i kontrolę określonych strategii kształtowania poziomu i struktury kapitału przedsiębiorstwa.

## 2. Całkowity zwrot dla akcjonariuszy w podejściu behawioralnym

Ustalenie wartości współczynnika całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy ( $TSR$ ) nie wyczerpuje zakresu i stopnia analizy finansowego zadowolenia właścicieli przedsiębiorstw giełdowych z osiągniętego dochodu z inwestycji w akcje. Ważnym punktem referencyjnym są ich oczekiwania odnoszące się do wy-

generowanego bogactwa z posiadanego kapitału. Porównanie osiągniętej wartości współczynnika  $TSR$  z przyjętym punktem odniesienia, za który można przyjąć wymaganą minimalną rentowność akcji podmiotu giełdowego, stanowić może punkt wyjścia do przedstawienia dwóch następujących podstawowych form oceny całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy. Należą do nich: nadwyżkowa całkowita stopa zwrotu dla akcjonariuszy ( $ETSR$ ), wyznaczana zwykle za pomocą modeli rynku kapitałowego, jak również relatywna stopa zwrotu z akcji ( $RTSR$ ).

Obliczenie nadwyżkowego całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy ( $ETSR - Excess Total Shareholder Return$ ) [Rappaport, 1986, s. 104] pozwala poznać i ocenić różnicę pomiędzy bezwzględną stopą zwrotu dla akcjonariuszy spółek giełdowych a stopą oczekiwaną, wyrażoną m.in. za pomocą kosztu kapitału własnego. W ten sposób o kreacji wartości dla akcjonariuszy będzie można mówić wówczas, gdy zrealizowany wzrost ceny akcji oraz dodatkowe dochody związane z jej posiadaniem pozwolą osiągnąć inwestorowi stopę zwrotu przewyższającą wartość kosztu kapitału własnego. Formuła obliczeniowa nadwyżkowego całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy  $ETSR_t$  przyjmuje następującą postać:

$$ETSR_t = TSR - K_e = TSR - i * (1 - T) \quad (8)$$

gdzie:

$ETSR_t$  – współczynnik nadwyżkowego całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy, mierzony za pomocą wartości utraconego zysku netto wskutek spłaty odsetek od kapitału obcego,

$K_e$  – koszt kapitału własnego w okresie  $t$ ,

$i$  – stopa odsetek od kapitału obcego,

$T$  – stopa podatku dochodowego,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Uznając oczekiwaną stopę zwrotu z akcji za zmienną losową, można zauważyć, że jej wartość zależy zarówno od prawdopodobieństwa spełnienia określonych scenariuszy realizacji strategii sukcesu finansowego i rynkowego przedsiębiorstwa giełdowego, jak i od przyjętego sposobu jej obliczania. Za podstawowe sposoby wyliczania oczekiwanej stopy rentowności akcji uznać można wybrane modele rynku kapitałowego oraz historyczne stopy zwrotu z akcji. Stąd też formuły współczynnika nadwyżkowego całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy  $ETSR$  mogą przybrać następujące postacie:

$$ETSR_2 = TSR - E(R_t) \quad (9)$$

gdzie:

$ESTR_2$  – współczynnik nadwyżkowego całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy, mierzony za pomocą oczekiwanej stopy zwrotu z akcji,

$E(R_t)$  – oczekiwana stopa zwrotu z akcji w okresie inwestycji, wyznaczona za pomocą modeli rynku kapitałowego,

pozostałe oznaczenia jak wyżej;

oraz:

$$ETSR_3 = TSR - \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n TSR_i \quad (10)$$

gdzie:

$ESTR_3$  – współczynnik nadwyżkowego całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy, mierzony za pomocą historycznych stóp zwrotu z akcji,

$\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n TSR_i$  – oczekiwana stopa zwrotu z akcji w okresie inwestycji, wyznaczona za pomocą historycznych stóp zwrotu z akcji,

$n$  – ilość historycznych stóp zwrotu,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Innym sposobem wyznaczenia względnej wartości ogółu korzyści płynących dla akcjonariuszy z tytułu inwestycji w akcje jest formuła tzw. relatywnego całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy  $RTSR$  (*Relative Total Shareholder Return*), która przedstawia relację między absolutną wartością współczynnika  $TSR$  a średnią grupowej wartością tej miary, obliczaną dla rynku, branży lub konkurencji [Mikołajek-Gocejna, 2010, s. 51]. Współczynnik  $RTSR$  pozwala na wyodrębnienie podmiotów gospodarczych, które osiągają ponadprzeciętne stopy zwrotu dla swoich akcjonariuszy, a tym samym na znalezienie miejsca danego przedsiębiorstwa na liście spółek spełniających finansowe oczekiwania jego właścicieli. Jego postać wygląda następująco:

$$RTSR = TSR - \overline{TSR} \quad (11)$$

gdzie:

$RTSR$  – współczynnik relatywnego całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy,

$\overline{TSR}$  – średnia wartość współczynnika całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy dla przyjętej grupy bazowej,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Mimo iż współczynnik relatywnego całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy wyraża absolutną wielkość odchylenia określonych korzyści dla akcjonariuszy, która jako taka nie może być przedmiotem porównań dynamicznych, prze-

strzennych oraz innych odniesień, to jednak nie można jej odmówić istotnej wartości informacyjnej oraz potencjału decyzyjnego.

### 3. Egzemplifikacja wyników badań empirycznych dotyczących kształtowania całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy w spółkach giełdowych

Dla potrzeb egzemplifikacji wyników badań empirycznych dotyczących kształtowania całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy w spółkach publicznych notowanych na GPW w Warszawie obliczone zostały wartości współczynników:  $TSR$ ,  $RTSR$  i  $ETSR$  dla przedsiębiorstw giełdowych należących do dwóch branż, a mianowicie: media i energetyka. Wyniki tych badań odnoszą się do 2016 r. W analizie wykorzystano łącznie osiem formuł wyznaczania całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy, w tym dwie obrazujące bezwzględne wartości  $TSR$  i sześć mierników ilustrujących względne postacie tego współczynnika (zob. tabela 1). Dodatkową dziewiątą miarę stanowi różnica zachodząca między wcześniej wyodrębnionymi dwoma bezwzględnymi wartościami współczynnika  $TSR$ . Przedstawia ona stopień osiągniętych korzyści z tytułu posiadanych akcji, kształtowanych przez dochody z tytułu: dywidend, praw poboru oraz wykupu akcji własnych.

**Tabela 1.** Wykorzystywane formuły obliczeniowe służące wyznaczeniu całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy spółek giełdowych

Symbol miernika	Formuła obliczeniowa*	Uwagi techniczne
$I$	2	3
$TSR_1$	$\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$	–
$TSR_3$	$\frac{P_t - P_{t-1} + DPS + CP}{P_{t-1}}$	–
$spread\ TSR$	$TSR_2 - TSR_1$	–
$RTSR$	$TSR_1 - \overline{TSR}_1$	$\overline{TSR}_1$ – średnia branżowa wartość współczynnika $TSR_1$
$RTSR'$	$TSR_2 - \overline{TSR}_2$	$\overline{TSR}_2$ – średnia branżowa wartość współczynnika $TSR_2$
$ETSR_1$	$TSR_1 - K_e$	Koszt kapitału własnego obliczony został na podstawie modelu wyceny aktywów kapitałowych ( $CAPM$ ). Stopa zwrotu wolna od ryzyka została wyznaczona na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych emitowanych przez NBP z grudnia 2016 r. i wyniosła 3,63%. Premia za ryzyko została wyznaczona na poziomie 6,9% ( $Country\ Risk\ Premium$ dla Polski w grudniu 2016 r. [www 1]). Współczynnik $beta$ stanowił iloraz kowariancji między miesięcznymi stopami zwrotu z akcji danej spółki a przeciętnymi miesięcznymi stopami zwrotu subindeksów giełdowych WIG-Energia lub WIG-Media (lata 2010-2016) oraz wariancji stóp zwrotu z jednego z tych subindeksów
$ETSR_1'$	$TSR_2 - K_e$	

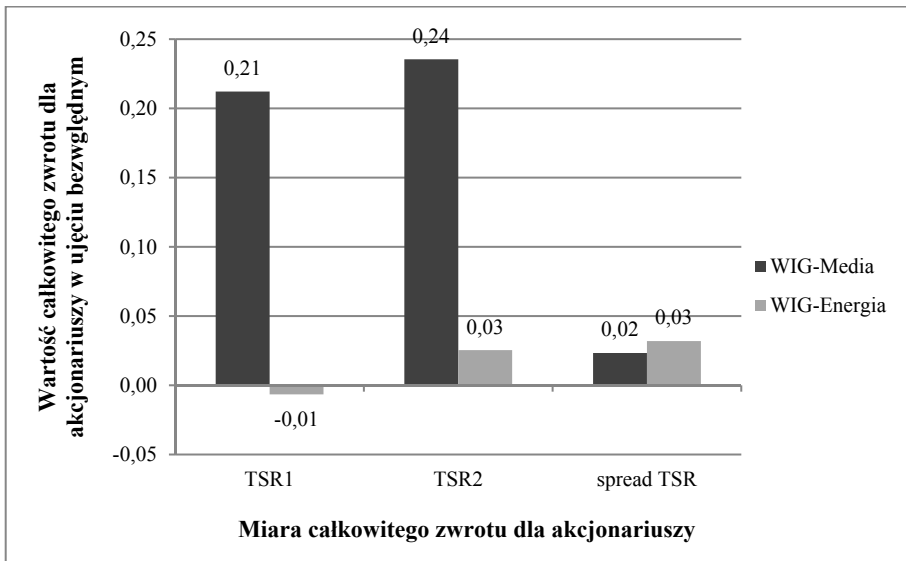
cd. tabeli 1

1	2	3
$ETSR_3$	$TSR_1 - \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n TSR_{i1}$	W analizie uwzględniono średnią arytmetyczną rocznych historycznych stóp zwrotu z akcji danej spółki z okresu 2008-2015. W badaniach uczestniczyły te spółki, których akcje były przedmiotem obrotu na giełdzie przez okres minimum sześciu lat w przyjętym horyzoncie odniesienia
$ETSR_3'$	$TSR_2 - \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n TSR_{i2}$	

\* Objaśnienie symboli użytych w tabeli znajduje się w uprzedniej części artykułu.

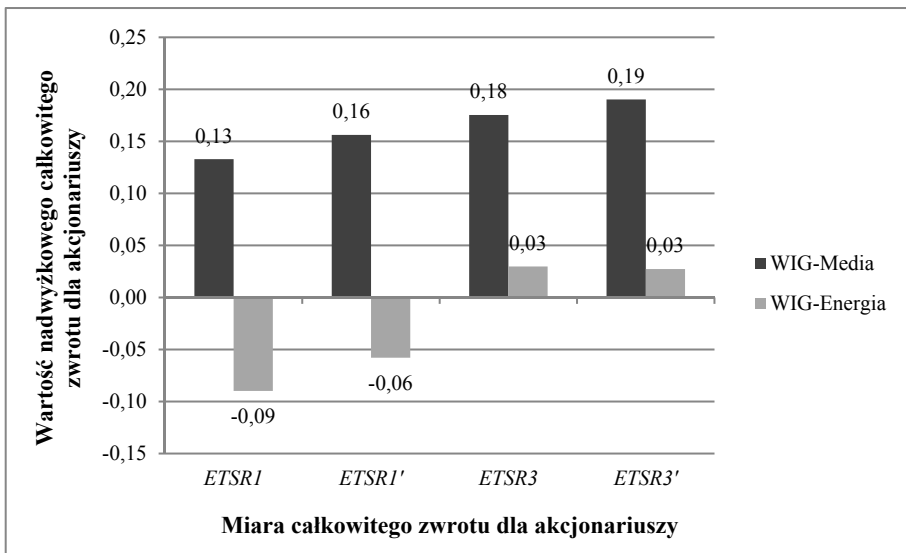
Źródło: Opracowanie własne.

Wyniki przeprowadzonych badań empirycznych wskazują, że w 2016 r. zdecydowanie wyższymi średnimi wartościami całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy charakteryzowały się spółki giełdowe należące do branży medialnej, aniżeli przedsiębiorstwa prowadzące działalność w sektorze energetycznym. Spostrzeżenie to dotyczy się zarówno absolutnych, jak i nadwyżkowych wartości współczynnika  $TSR$  (zob. rys. 1 i 2). Biorąc pod uwagę miarę  $TSR_1$ , odnoszącą się do ogółu korzyści dla akcjonariuszy pochodzących ze zmiany wartości rynkowej akcji, zauważyć można, iż w rozpatrywanym okresie z każdej złotówki zaangażowanej w akcje przedsiębiorstw zaszeregowanych do subsektora WIG-Media inwestor mógł wygenerować średnio 21 groszy zwrotu. Tymczasem analogiczna inwestycja w akcje spółek energetycznych powodowała przeciętną stratę na poziomie 1 grosza. Również zestawienie całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy w wartościach bezwzględnych ( $TSR_1$  i  $TSR_2$ ) z kosztem kapitału własnego ( $ETSR_1$  i  $ETSR_1'$ ) prowadzi do wniosku, że w przyjętym horyzoncie badawczym spółki energetyczne prawdopodobnie nie były w stanie spełnić oczekiwań akcjonariuszy. To prawdopodobieństwo wynika z przyjętego założenia o istnieniu ciągłego dążenia właścicieli kapitału do osiągania pozytywnych stóp zwrotu z wydatkowanego kapitału. Jednakże skupiając swoją uwagę wyłącznie na obliczonych wartościach współczynników  $ETSR_3$  i  $ETSR_3'$ , można zauważyć, iż okaże się, że w spółkach przynależących do obu analizowanych branż przemysłu wartość dla akcjonariuszy w rozpatrywanym horyzoncie była tworzona, nie zaś marnotrawiona. Przedstawione rezultaty badań jednoznacznie skłaniają ku konstatacji, że przyjęta formuła obliczeniowa współczynnika całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy w ogromniej mierze wpływa na charakter uzyskiwanej informacji dotyczącej efektywności funkcjonowania podmiotu gospodarczego na rynku.



**Rys. 1.** Kształtowanie całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy spółek publicznych zaszerogowanych do subindeksów giełdowych: WIG-Media i WIG-Energia w 2016 r. (ujęcie bezwzględne)

Źródło: Opracowanie własne.



**Rys. 2.** Kształtowanie całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy spółek publicznych zaszerogowanych do subindeksów giełdowych: WIG-Media i WIG-Energia w 2016 roku (ujęcie nadwyżkowe)

Źródło: Opracowanie własne.

Na podstawie obliczonych średnich rocznych wartości całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy zauważyć należy występowanie znacznych dysproporcji w kształtowaniu się wartości współczynników:  $TSR$ ,  $RTSR$  i  $ETSR$  w poszczególnych przedsiębiorstwach należących do subindeksów giełdowych: WIG-Energia i WIG-Media (zob. tabele 2 i 3). W przypadku spółek zaszeregowanych do pierwszego z wymienionych subsektorów GPW w Warszawie bezwzględne wartości całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy wahały się od  $-61,5\%$  do  $55,4\%$  ( $TSR_1$ ) oraz od  $-59,7\%$  do  $55,4\%$  ( $TSR_2$ ). Z kolei w przedsiębiorstwach giełdowych należących do WIG-Media absolutne wartości całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy mieściły się w przedziale od  $-17,9\%$  do  $113,4\%$  ( $TSR_1$  i  $TSR_2$ ). Podobnie duże dysproporcje zanotowano w odniesieniu do względnych wartości omawianej miary. Oznacza to, że poszczególne spółki poddane analizie w różny sposób transferowały (lub marnotrawiły) wartość względem swoich właścicieli.

Na uwagę zasługuje fakt, iż niektóre przedsiębiorstwa (tj. CEZ i Tauron w grupie spółek energetycznych oraz 4Fun, Agora, ATM, KCI i Muza w gronie podmiotów gospodarczych z branży medialnej) osiągały dodatnie wartości relatywnego współczynnika całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy przy jednoczesnych ujemnych wartościach nadwyżkowego  $TSR$  (bądź na odwrót). Sytuacja ta potwierdza fakt, że w zależności od przyjętego punktu referencyjnego (średnia branżowa  $TSR$ , koszt kapitału, historyczne stopy rentowności akcji) przedsiębiorstwa te mogą wykazać się (choćby „na papierze”) potencjalną zdolnością do tworzenia wartości dla swoich właścicieli. Jednocześnie, opierając względne wartości całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy na „korzystnych” w oczach inwestorów *benchmarkach*, mogą one poprawić swoją pozycję w rankingu spółek generujących najwyższy dochód z tytułu posiadanych papierów wartościowych (zob. tabele 4 i 5). Można zatem przypuszczać, że odpowiednio dobrana formuła obliczeniowa omawianego wskaźnika może pomóc w wyeksponowaniu dokonania przedsiębiorstwa w lepszym świetle w oczach jego interesariuszy, aniżeli wskazywałaby rzeczywistość gospodarcza.

Za swoisty paradoks można uznać wyniki spółek CEZ i Tauron, które pomimo wygenerowania ujemnej stopy zwrotu z akcji w ujęciu bezwzględnym ( $TSR_1 < 0$  i/lub  $TSR_2 < 0$ ) notowały dodatnie wartości relatywnego i/lub nadwyżkowego całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy. Pojawia się pytanie, czy przedsiębiorstwa, które osiągnęły lepsze od spodziewanych, lecz wciąż minusowe wartości współczynników  $TSR_1$  bądź  $TSR_2$ , mogą zostać uznane za podmioty tworzące wartość dla swoich właścicieli?

**Tabela 2.** Całkowity zwrot dla akcjonariuszy spółek giełdowych przynależących do grona przedsiębiorstw energetycznych w 2016 r.

Spółka	Miary całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy w ujęciu bezwzględnym			Miary całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy w ujęciu względnym					
	$TSR_1$	$TSR_2$	$spread\ TSR$	$RTSR$	$RTSR'$	$ETSR_1$	$ETSR_1'$	$ETSR_3$	$ETSR_3'$
BĘDZIN	55,41%	55,41%	0,00%	56,06%	52,86%	50,71%	50,71%	58,88%	55,22%
CEZ	-0,61%	8,55%	9,16%	0,04%	6,01%	-8,20%	0,96%	8,93%	12,03%
ENEA	-15,93%	-15,93%	0,00%	-15,27%	-18,47%	-25,77%	-25,77%	-15,86%	-18,59%
KOGENEREA	37,39%	46,86%	9,47%	38,05%	44,32%	30,16%	39,63%	30,97%	37,77%
POLENERGIA	-61,51%	-59,71%	1,80%	-60,86%	-62,25%	-68,89%	-67,09%	-64,90%	-63,10%
PGE	-18,30%	-16,34%	1,95%	-17,64%	-18,89%	-29,65%	-27,70%	-9,14%	-12,24%
TAURON	-1,04%	-1,04%	0,00%	-0,39%	-3,58%	-11,22%	-11,22%	11,99%	8,07%

Źródło: Opracowanie własne.

**Tabela 3.** Całkowity zwrot dla akcjonariuszy spółek giełdowych przynależących do grona przedsiębiorstw branży medialnej w 2016 r.

Spółka	Miary całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy w ujęciu bezwzględnym			Miary całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy w ujęciu względnym					
	$TSR_1$	$TSR_2$	$spread\ TSR$	$RTSR$	$RTSR'$	$ETSR_1$	$ETSR_1'$	$ETSR_3$	$ETSR_3'$
4FUN	-5,46%	-5,46%	0,00%	-26,68%	-29,01%	-10,83%	-10,83%	-0,98%	5,11%
AGORA	5,68%	12,01%	6,33%	-15,53%	-11,54%	-6,92%	-0,60%	8,27%	16,55%
ATM	10,00%	10,00%	0,00%	-11,22%	-13,55%	0,48%	0,48%	-6,10%	-15,98%
K2INTERNET	-15,74%	-9,18%	6,56%	-36,96%	-32,73%	-24,95%	-18,39%	-23,01%	-9,18%
KCI	-17,86%	-17,86%	0,00%	-39,07%	-41,41%	-28,66%	-28,66%	4,37%	4,37%
KINOPOLSKA	1,74%	10,44%	8,70%	-19,48%	-13,11%	-9,26%	-0,56%	-24,44%	-26,53%
LARQ	46,51%	46,51%	0,00%	25,29%	22,96%	36,53%	36,53%	37,29%	37,29%
MEDIACAP	-5,17%	-1,09%	4,08%	-26,39%	-24,64%	-9,55%	-5,47%	-44,03%	-43,87%
MORIZON	77,86%	77,86%	0,00%	56,64%	54,31%	72,78%	72,78%	77,98%	77,98%
MUZA	22,46%	22,46%	0,00%	1,24%	-1,09%	18,20%	18,20%	31,18%	31,18%
PMPG	113,38%	113,38%	0,00%	92,16%	89,83%	108,37%	108,37%	132,41%	132,41%

Źródło: Opracowanie własne.

**Tabela 4.** Miejsce poszczególnych spółek giełdowych przynależących do subsektora WIG-Energia w rankingu podmiotów tworzących najwyższy całkowity zwrot dla akcjonariuszy w 2016 r.

Spółka	$TSR_1$	$TSR_2$	$RTSR$	$RTSR'$	$ETSR_1$	$ETSR_1'$	$ETSR_3$	$ETSR_3'$
BĘDZIN	1	1	1	1	1	1	1	1
CEZ	3	3	3	3	3	3	4	4
ENEA	5	5	5	5	5	5	6	6
KOGENEREA	2	2	2	2	2	2	2	2
POLENERGIA	6	6	6	6	6	6	5	5
PGE	7	7	7	7	7	7	7	7
TAURON	4	4	4	4	4	4	3	3

Źródło: Opracowanie własne.



**Tabela 5.** Miejsce poszczególnych spółek giełdowych przynależących do subsektora WIG-Media w rankingu podmiotów tworzących najwyższy całkowity zwrot dla akcjonariuszy w 2016 r.

Spółka	$TSR_1$	$TSR_2$	$RTSR$	$RTSR'$	$ETSR_1$	$ETSR_1'$	$ETSR_3$	$ETSR_3'$
4FUN	9	9	9	9	9	9	7	6
AGORA	6	5	6	5	6	7	5	5
ATM	5	7	5	7	5	5	8	9
K2INTERNET	10	10	10	10	10	10	9	8
KCI	11	11	11	11	11	11	6	7
KINOPOLSKA	7	6	7	6	7	6	10	10
LARQ	3	3	3	3	3	3	3	3
MEDIACAP	8	8	8	8	8	8	11	11
MORIZON	2	2	2	2	2	2	2	2
MUZA	4	4	4	4	4	4	4	4
PMPG	1	1	1	1	1	1	1	1

Źródło: Opracowanie własne.

## Podsumowanie

Występowanie zróżnicowanych rozwiązań metodologicznych obliczania całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy stanowi bez wątpienia warunek *sine qua non* kompleksowego poznania i analizowania korzyści dla właścicieli spółek giełdowych oraz prognozowania przyszłych ich postaw i zachowań. Różnorodność reakcji inwestorów na osiągnięte i prognozowane wyniki przedsiębiorstw, charakter relacji agencyjnych występujących w podmiotach, wartość ulokowanego kapitału na giełdzie oraz zakładany okres jego inwestowania powodują, że oczekiwania akcjonariuszy dość wyraźnie mogą różnicować się ze względu na wielkość i strukturę korzyści osiąganych z tytułu nabywanych akcji. Z drugiej zaś strony stosowanie odmiennych formuł wyznaczania całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy prowadzić może do różnych wniosków empirycznych.

Ekspozowane w artykule dwuwymiarowe podejście do oceny całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy spółek giełdowych uwzględnia konieczność stosowania zarówno absolutnych, jak i relatywnych postaci współczynnika  $TSR$ . Pierwsze z nich obrazują ogół korzyści ekonomicznych płynących dla inwestorów z tytułu nabywanych papierów wartościowych określonej spółki w jednym okresie lub ciągu tych okresów. Drugie z nich ilustrują nie tylko wytworzoną wartość (wygenerowane bogactwo) względem właścicieli podmiotu gospodarczego, ale i oczekiwania rynku w procesie zarządzania przedsiębiorstwem.

Na podstawie przeprowadzonych badań empirycznych o charakterze egemplifikacyjnym wynika, że w spółkach publicznych notowanych na GPW w Warszawie notuje się znaczne branżowe i wewnątrz sektorowe odchylenia kształto-

wanych wartości współczynnika całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy. Dysproporcje te sięgają nawet 130 p.p., co uwidoczniło na przykładzie miar  $TSR_1$  i  $TSR_2$  w spółkach zaszeregowanych do subindeksu WIG-Media. Zrealizowane badania wykazały nadto, że w roku 2016 aż 71,4% przedsiębiorstw energetycznych oraz 36,4% spółek medialnych generowało ujemne bezwzględne wartości współczynnika  $TSR_1$ . Biorąc zaś pod uwagę nadwyżkowe wartości całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy, oparte na współczynniku  $ETSR_1$ , odsetek spółek niewypełniających oczekiwań akcjonariuszy wyniósł w obu tych branżach odpowiednio: 36,4% i 54,5%.

Należy wyraźnie zaznaczyć, że przedstawione wyniki badań nie mogą spełniać warunku generalizacji. Zawierają one cząstkowe rezultaty i otwierają perspektywy dalszych badań, obejmujących szersze spektrum przedsiębiorstw giełdowych oraz odnoszące się do dłuższego horyzontu odniesienia.

## Literatura

- Burgman R., Van Clieaf M. (2012), *Total Shareholder Return and Management Performance: A Performance Metric Appropriately Used, or Mostly Abused?* "Rotman International Journal of Pension Management", Vol. 5(2), s. 1-8.
- Cucari N., Mazza G., Costantini M., Sancetta G. (2016), *Relationship between Ceo Pay and Total Shareholder Return: An Empirical Analysis in the Italian Context*, "Corporate Ownership & Control", Vol. 13, Iss. 4, s. 182-187.
- Cwynar W., Cwynar A. (2000), *Nowe mierniki przyrostu (ubytku) wartości firmy*, „Ekonomista”, nr 2, KeyText, Warszawa, s. 265-278.
- Duliniec A. (2001), *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Duliniec A. (2007), *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Duraj A.N. (2001), *Teoria i praktyka polityki wypłat dywidendy w publicznych spółkach akcyjnych*, „Ekonomia”, nr 4, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa, s. 128-150.
- Duraj N. (2002), *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Graham R.C., King R.D. (2000), *Do Share Repurchases Harm Uninformed Shareholders?* "Financial Practice and Education" Spring/Summer, s. 11-16.
- Jaki A. (2012), *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
- Michalski M. (2001), *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG-Press, Warszawa.

- Mikołajek-Gocejna M. (2010), *Rynkowe miary tworzenia wartości przedsiębiorstwa i wartości dla akcjonariuszy*, „E-finanse. Finansowy Kwartalnik Internetowy”, Vol. 6, Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania, Rzeszów, s. 46-63.
- Nita B. (2007), *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Nowak E. (2013), *Pomiar dokonań przedsiębiorstwa jako zadanie rachunkowości*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 289, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław, s. 427-437.
- Nowicki J. (2015), *Tworzenie wartości w spółkach giełdowych z Wielkopolski*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, r. LXXVII, z. 1, Wydawnictwo UAM w Poznaniu, Poznań, s. 349-367.
- Pandya B. (2014), *Association of Total Shareholder Return with Other Value Based Measures of Financial Performance: Evidence From Indian Banking Sector*, „Journal of Entrepreneurship, Business and Economics”, Vol. 2, s. 26-44.
- Pieloch A. (2012), *Motywy i efekty wykupu akcji własnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Rappaport A. (1986), *Creating Shareholder Value. A Guide for Managers and Investors*, The Free Press, New York.
- Rappaport A. (1999), *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa.
- Sierpińska M. (1999), *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Kraków.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz.U. z 2000 r., nr 94, poz. 1037 z późn. zm.
- Waśniewski P. (2013), *Źródła finansowania dywidendy na przykładzie firm należących do WIGdiv*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 765, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 61, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 111-122.
- Waśniewski P. (2018), *System pomiaru dokonań w zarządzaniu małymi i średnimi przedsiębiorstwami*, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Wrońska E. (2005), *Wartość dla akcjonariuszy a wartość rynkowa akcji*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia”, nr 39, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin, s. 251-262.
- Zarębski S. (2011), *Program bezpośrednich reinwestycji dywidend (DRIP) w polityce finansowej spółek i ich akcjonariuszy* [w:] S. Wrzosek (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław, s. 278-287.
- [www 1] [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html) (dostęp: 06.06.2017).
- [www 2] [www.stooq.pl](http://www.stooq.pl) (dostęp: 13.06.2017).

### METHODOLOGICAL ASPECTS OF CALCULATING THE TOTAL SHAREHOLDERS RETURN IN LISTED COMPANIES

**Summary:** The article presents a two-dimensional approach to the assessment of the total shareholders return for investors of listed companies, taking into account the need for using both absolute and relative *TSRs* indicator' formulas. The first of them illustrates the overall economic benefits for investors as a results of held shares of company ,during one or more of these periods. The latter illustrate not only the value generated for the shareholders but also the market expectations in the enterprise management process. Completed empirical studies have shown the variability of the value of total shareholders return for owners of public listed companies belonging to: WIG-Media Index and WIG-Energy Index in 2016, depending on the methodological variants used to calculate it.

**Keywords:** Total Shareholders Return, listed companies, shares, *TSR* index.