

Finanse

Wynik całkowity – jakość i użyteczność w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych

Artur Sajnog



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



WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Finanse

Wynik całkowity – jakość i użyteczność w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych

Artur Sajnóg



**WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO**

Łódź 2020

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

RECENZENT

Magdalena Jerzemowska

REDAKTOR INICJUJĄCY

Beata Koźniewska

REDAKCJA

Barbara Herman

SKŁAD I ŁAMANIE

AGENT PR

KOREKTA TECHNICZNA

Anna Sońta

PROJEKT OKŁADKI

Agencja Reklamowa efectoro.pl

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Depositphotos.com/wrangler

© Copyright by Artur Sajnóg, Łódź 2020

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2020

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

Wydanie I. W.09546.19.0.M

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

ISBN 978-83-8220-177-2

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

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

90-131 Łódź, ul. Lindleya 8

www.wydawnictwo.uni.lodz.pl

e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl

tel. 42 665 58 63

Spis treści

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

6 Spis treści

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

Wstęp

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Rozdział 1

Koncepcje kapitału i zysku w świetle teorii ekonomii i finansów

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

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

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

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

1.1. Teoretyczne ujęcia kapitału

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

Określenie *kapitał* (*capitale*, od łac. *caput*, czyli głowa, kierownik, szef, premier, a także stolica bądź rozdział) po raz pierwszy pojawiło się w średniowiecznym Rzymie. W wiekach XII i XIII przez kapitał rozumiano fundusze, zapasy towarów, masę pieniędzy lub pieniądź procentujący¹. Pierwotnie kapitał, jako pochodna łacińskiego słowa *capitalis*, oznaczającego zasadniczą sumę pieniędzy stanowiącą dług w odróżnieniu od odsetek (łac. *capitalis pars debiti*), odnosił się wprost do kwoty pożyczonych pieniędzy.

Kategoria kapitał (niem. *Kapital*) istniała znacznie wcześniej niż słowo *kapitalizm* (niem. *Kapitalismus*), które upowszechniło się dopiero w XX wieku za sprawą niemieckiego socjologa i ekonomisty, przedstawiciela „szkoły historycznej” Wernera Sombarta². O kapitalizmie wspominał wprawdzie m.in. francuski ekonomista Pierre-Joseph Proudhon³ i niewątpliwie przedstawiciel socjalizmu naukowego Karol Marks, ale nie posłużyli się oni powszechną definicją słowa *kapitalizm*⁴. Współcześnie pojęcie to jest raczej rzadko używane ze względu na

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

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

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

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

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

W anglojęzycznej literaturze przedmiotu słowo *capital* pojawiło się w XVI wieku w poradniku dotyczącym prowadzenia ksiąg handlowych i dla ówczesnych kupców oznaczało sumę pieniędzy, a także kwotę niezbędną do rozpoczęcia przez nich działalności⁵. W tym nurcie kapitał był postrzegany zgodnie z tzw. pieniężną koncepcją kapitału, za której prekursora uważa się Anne'a Roberta Jacquesa Turgota⁶, przedstawiciela fizjokratyzmu. Traktował on go bowiem jako sumę oszczędności przynoszących określony dochód bądź po prostu zaoszczędzone środki⁷. Podobne, „pieniężne” pojmowanie kapitału, nawiązujące do kategorii oszczędności jako swego rodzaju podaży kapitału, prezentował przedstawiciel szkoły klasycznej Jean Baptiste Say⁸.

Kapitał rozumiany był także jako wszystkie posiadane dobra (łac. *dicitur bonum omne quod possidetur*), czyli zasób dóbr rzeczowych, materialnych, wykorzystywanych do produkcji (*stock*)⁹. Podobną koncepcję kapitału można odnaleźć w pracach Davida Hume'a, głównego krytyka merkantylizmu, odróżniającego stanowczo pieniądź od kapitału, za który przyjmował wyłącznie dobra o charakterze rzeczowym, czyli środki produkcji¹⁰. Rozgraniczał on zatem określenia *kapitał* i *pieniądz*, a tym samym nie utożsamiał pojęcia pieniądza z bogactwem.

Ważnym momentem w ewolucji kategorii kapitału, który niewątpliwie poszerzył jego zakres zarówno o pieniężne, jak i rzeczowe charakterystyki, było użycie przez kluczowego przedstawiciela szkoły klasycznej Adama Smitha definicji kapitału w znaczeniu wszelkich zgromadzonych zasobów materialnych i nabytych umiejętności robotników¹¹. Identyfikował on kapitał jako trzeci czynnik produkcji¹², czyli taki, którego produktywność jest równie ważna, jak wykorzystanie pracy i ziemi¹³. Uwypuklił on także fakt, że kapitał powstaje dzięki oszczędzaniu, uwarunkowanemu pragnieniem poprawy bytu każdego człowieka, zwracając jednocześnie uwagę na

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

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

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

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

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

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

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

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

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

aspekt strumienia bogactwa płynącego z kapitału¹⁴. Bogactwo to określili jako swego rodzaju pożytek, korzyść, inaczej mówiąc zysk, procent. W tym zakresie przełomowe okazało się podejście Irvinga Fischera – przedstawiciela ekonomii neoklasycznej, który jednoznacznie odróżnił kategorie kapitału i zysku¹⁵. Za kapitał przyjął bowiem zasób bogactwa (fundusz) dostępny w danym momencie, czyniąc go jednocześnie kategorią zasobową, statyczną, zaś zysk (pieniądz) określił jako strumień korzyści wypływający z owego bogactwa w danym okresie¹⁶. W ujęciu neoklasyków, jak słusznie zaważa Małgorzata Janicka, kapitał traktowany jest jako czynnik produkcji o charakterze homogenicznym¹⁷.

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

Tabela 1.1. Poglądy na temat kapitału wybranych przedstawicieli myśli ekonomicznej

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

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

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

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

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