

Artur Sajnog

Uniwersytet Łódzki

ANALIZA ZRÓŻNICOWANIA STÓP ZYSKU ZATRZYMANEGO W ROZWOJOWYCH SPÓŁKACH NOTOWANYCH NA GPW W WARSZAWIE

1. Wstęp

Problematyka zysku zatrzymanego stanowi ważny aspekt w zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa, w szczególności jako elementu kapitału własnego służącego finansowaniu rozwoju spółki. Dla przedsiębiorstwa i utrwalania jego pozycji na rynku ważne jest lokowanie wypracowanego zysku netto w działalność rozwojową, czemu służą np. zakupy i modernizacja obiektów trwałych, postęp techniczny i organizacyjny, kształcenie i doskonalenie pracowników. Zyski pozostawione do dyspozycji przedsiębiorstwa – jak wskazuje W. Bień – są przeznaczone na pokrycie przyszłego ryzyka i umocnienie ogólnej sytuacji finansowej (zwiększanie kapitału własnego) lub na z góry określony cel inwestycyjny [Bień 2000, s. 158]. Kluczowa rola zysku zatrzymanego wynika z tego, że kształtuje on możliwości finansowania przedsiębiorstwa, jest czynnikiem wzmagającym zainteresowanie akcjonariuszy wzrostem cen akcji na skutek reinwestycji tego zysku, może motywować właścicieli kapitału do jego pomnażania, a w końcowym efekcie powodować wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Tym samym wartość rynkowa spółki może znacznie przewyższać jej wartość bilansową, co powoduje zwiększenie wartości opcji wzrostu przedsiębiorstwa.

2. Istota zysku zatrzymanego i opcji wzrostu przedsiębiorstwa

W literaturze przedmiotu istnieją liczne rozbieżności w terminologii odnośnie do kategorii „zyski zatrzymane” [Turczyński 2006, s. 18]. Często utożsamiane są

one z „zyskami niepodzielnymi z lat ubiegłych”, które stanowią dość kontrowersyjne pojęcie [Sajnog 2007, s. 410-411]. Zyski zatrzymane w świetle MSSF są kategorią znacznie szerszą niż zyski niepodzielone z lat ubiegłych. Obejmują zyski z bieżącego okresu oraz te, które na mocy przepisów lub decyzją akcjonariuszy zostały przeniesione na kapitał zapasowy lub rezerwy [Rachunkowość... 2005, s. 817]. Zysk zatrzymany w szerszym znaczeniu (*sensu largo*) oznacza tę część wyniku finansowego, która nie została przeznaczona na dywidendy, tantiemy, nagrody oraz inne wypłaty z zysku, lecz pozostała w przedsiębiorstwie. Dla celów tego opracowania przyjęto następującą metodykę obliczania zysku zatrzymanego:

$$ER_t = EAT_t - (D_t + R_t),$$

gdzie: ER_t – zysk zatrzymany (*earnings retained*),

EAT_t – zysk netto,

D_t – dywidendy i inne wypłaty na rzecz właścicieli,

R_t – inne niż wypłaty na rzecz właścicieli wydatki z tytułu podziału zysku netto (nagrody, tantiemy, inne cele, np. społeczne).

Stopę zysku zatrzymanego, nazywaną też w opracowaniu współczynnikiem zatrzymania zysku, stanowi relacja zysku zatrzymanego do zysku netto. Można wyrazić ją następującą formułą:

$$er_t = \frac{ER_t}{EAT_t} \times 100\%,$$

gdzie er_t – stopa zysku zatrzymanego.

Niski poziom stopy zysku zatrzymanego oznacza, że firma znaczną część zysku netto przeznaczają na „bieżącą konsumpcję” (wynagrodzenia dla akcjonariuszy, premie dla pracowników, zarządu itp.). W literaturze spółkę taką określa się jako dochodową [Sierpińska 1999, s. 89]. Wysoki poziom er informuje zaś, że spółka inwestuje zysk w rozwój, co może powodować korzyści dla akcjonariuszy w formie wzrostu cen akcji na giełdzie. W takiej sytuacji następuje zwiększenie wartości opcji wzrostu przedsiębiorstwa.

Opcje wzrostu wartości przedsiębiorstwa można określić za pomocą następującej formuły:

$$VOgf = \frac{MVE_t}{BVE_t},$$

gdzie: $VOgf$ – wartość opcji wzrostu przedsiębiorstwa,

MVE_t – wartość rynkowa kapitału własnego (liczba akcji \times ich cena rynkowa),

BVE_t – wartość księgową kapitału własnego.

Przedstawione formuły obliczania analizowanych kategorii finansowych wykorzystane zostały w analizie zróżnicowania stóp zysku zatrzymanego w sektorach rozwojowych przedsiębiorstw notowanych na GPW w Warszawie. Do wyodrębnienia zaś sektorów rozwojowych zastosowana została analiza wartości opcji wzrostu przedsiębiorstwa oraz rentowności kapitału własnego.

Współczynnik rentowności kapitału własnego [*roe* (*return on equity*)] informuje o wielkości zysku netto przypadającego na jednostkę zainwestowanego kapitału własnego w przedsiębiorstwie. Jego wysoka wartość jest wyznacznikiem właściwej alokacji kapitałów i pozwala przypuszczać, że przedsiębiorstwo rozwija się, co stwarza możliwości uzyskania wyższych wartości opcji wzrostu przedsiębiorstwa w przyszłości. Kształtowaniem się współczynnika *roe* zainteresowani są akcjonariusze, którzy na podstawie wysokości rentowności kapitału własnego oceniają efektywność inwestycji kapitałowych. Im wyższy jest poziom tego współczynnika, tym większa istnieje szansa na wypłatę wysokich dywidend i szybki rozwój firmy. W strategicznym ujęciu rentowność kapitału własnego jest zdeterminowana również zmianami wartości aktywów całkowitych przedsiębiorstwa oraz struktury kapitału. Tym samym na rentowność kapitału własnego mają wpływ: rentowność majątku finansowanego kapitałem własnym, stopa zadłużenia finansowego oraz wielkość odchylenia rentowności majątku finansowanego kapitałem własnym i obcym od rentowności majątku finansowanego kapitałem własnym. Wyrazić to można następująco:

$$roe = rota_o + \underbrace{\alpha_n (rota_n - rota_o)}_{\text{stopa wspierania finansowego}},$$

gdzie: $rota_o$ – współczynnik rentowności aktywów całkowitych finansowanych

wyłącznie kapitałem własnym, liczony jako: $\frac{EAT_1}{TA_{1bd}}$, czyli zysk

netto/wartość aktywów finansowanych kapitałem własnym i zobowiązaniami krótkoterminowymi,

$rota_n$ – współczynnik rentowności aktywów całkowitych finansowanych ka-

pitalem własnym oraz obcym, liczony jako $\frac{EAT_1}{TA_{1d}}$, czyli zysk netto/

/wartość aktywów całkowitych finansowanych przez n -ty poziom α ,

α_n – współczynnik zadłużenia (kapitał obcy/kapitał własny).

Zasadność badania rentowności kapitału własnego w powiązaniu z rentownością aktywów całkowitych przedsiębiorstwa wynika z praktyki zarządzania finansami spółki. Jak pokazują badania niemieckich przedsiębiorstw, współczynnik *rota* jest wskazywany jako jeden z głównych czynników sukcesu firmy [Bresser i in. 2005, s. 1174]. Z kolei na decyzje dotyczące struktury kapitału wpływa przede wszystkim wielkość zysku netto [Drobtz i in. 2006, s. 260].

Wybór współczynnika opcji wzrostu przedsiębiorstwa ($VOgf$), czyli relacji wartości rynkowej do wartości księgowej przedsiębiorstwa, podyktowany został koniecznością określania perspektyw rozwojowych firmy. Jeżeli perspektywy przyszłego wzrostu są pomyślne, to stosunek wartości rynkowej do wartości księgowej będzie stosunkowo wysoki. Z odwrotną sytuacją mamy do czynienia w przypadku spółki o słabej kondycji finansowej. W praktyce niska wartość opcji wzrostu przedsiębiorstwa oznacza, że spółka osiąga małe zyski bieżące i jej majątek nie jest w pełni wykorzystywany. Wyższa wartość tego współczynnika (wysoka kapitalizacja rynkowa) jest charakterystyczna dla dużych spółek o dobrych perspektywach rozwoju, które są rentowne, i inwestorzy oceniają, że w przyszłości będą one zdolne do pomnażania wartości kapitału. Jeżeli przedsiębiorstwo przeżywa trudności, jego działalność jest nierentowna, kapitalizacja rynkowa spółki może spaść nawet poniżej wartości bilansowej kapitału własnego [Duliniec 2007, s. 65].

3. Analiza rentowności kapitału własnego i opcji wzrostu przedsiębiorstwa jako podstawa wyodrębnienia sektorów rozwojowych

Przeprowadzone badania empiryczne w 9 sektorach przemysłu (tj. w przemyśle chemicznym, drzewnym i papierniczym, elektromaszynowym, lekkim, materiałów budowlanych, metalowym, paliwowym, spożywczym oraz przemyśle – inne) oraz 8 sektorach handlu i usług (tj. budownictwie, energetyce i usługach komunalnych, handlu, handlu detalicznym, informatyce, mediach, telekomunikacji oraz usługach – inne) nad występowaniem silnej korelacji między współczynnikami rentowności kapitału własnego i opcją wzrostu przedsiębiorstwa wskazują na istnienie zróżnicowanych co do siły związków między tymi zmiennymi (zob. tab. 1). Obliczone bowiem średnie wartości współczynników korelacji r Pearsona dla poszczególnych sektorów mieszczą się w przedziale od 0,10 (przemysł – inne) do 0,61 (energetyka i usługi komunalne oraz handel detaliczny).

Mozna przyjąć, iż związek między tymi współczynnikami cechuje się umiarkowaną zależnością we wszystkich badanych sektorach. Średnia wartość współczynnika korelacji r Pearsona wyniosła bowiem dla wszystkich spółek 0,41.

Blizsza analiza kształtowania się wartości współczynników rentowności kapitału własnego wskazuje, iż średnia wartość tego współczynnika dla wszystkich badanych sektorów wyniosła 2,2% (zob. rys. 1). Większe od średniej wartości współczynników rentowności kapitału własnego uzyskano w takich sektorach, jak: telekomunikacja, przemysł paliwowy, metalowy, handel, handel detaliczny, przemysł chemiczny, materiałów budowlanych, elektromaszynowy, energetyka i usługi komunalne oraz informatyka.

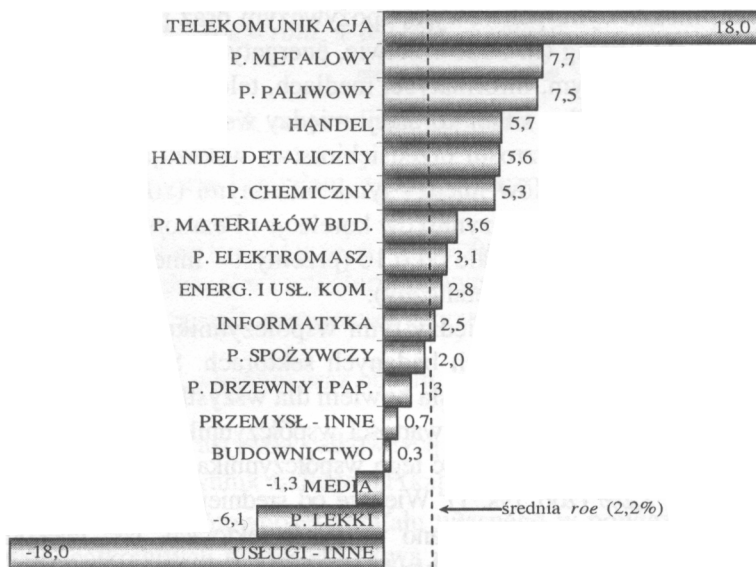
Z kolei średnia wartość współczynników opcji wzrostu przedsiębiorstwa ($VOgf$) dla spółek ze wszystkich badanych sektorów wyniosła 3,2. Większe od

średniej wartości tych współczynników odnotowano w sektorach: media, przemysł chemiczny, spożywczy, handel detaliczny, informatyka, handel, usługi – inne, przemysł drzewny i papierniczy, elektromaszynowy, metalowy, telekomunikacja i przemysł paliwowy (zob. rys. 2).

Tabela 1. Średnie wartości współczynnika korelacji r Pearsona między roe a $VOgf$ w latach 1997-2006

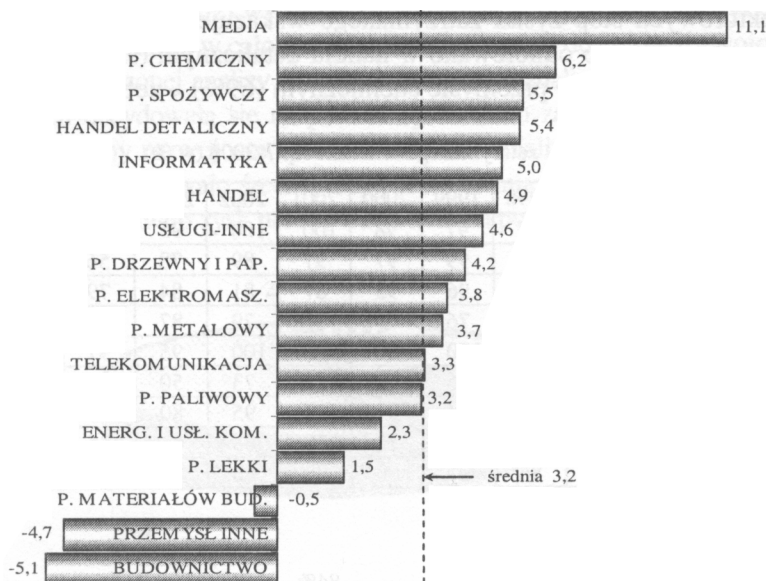
Przemysł chemiczny	0,44	Budownictwo	0,36
Przemysł drzewny i papierniczy	0,45	Energetyka i usługi komunalne	0,61
Przemysł elektromaszynowy	0,32	Handel	0,39
Przemysł lekki	0,47	Handel detaliczny	0,61
Przemysł materiałów budowlanych	0,35	Informatyka	0,54
Przemysł metalowy	0,41	Media	0,40
Przemysł paliwowy	0,35	Telekomunikacja	0,39
Przemysł spożywczy	0,42	Usługi – inne	0,43
Przemysł – inne	0,10		
Średnia wartość współczynnika korelacji r Pearsona			0,41

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Notoria Serwis – Wyniki finansowe spółek giełdowych*, Zeszyt 2(52)/2006, wyników finansowych spółek zamieszczonych na stronach internetowych oraz danych dostarczonych przez GPW w Warszawie.



Rys. 1. Średnie współczynniki roe w przekroju sektorowym w latach 1997-2006 (w %)

Źródło: jak w tab. 1.



Rys. 2. Średnie współczynniki opcji wzrostu VO_{gf} w przekroju sektorowym (stan na 31.12.2006)

Źródło: jak w tab. 1.

Wykorzystując w dalszej analizie odchylenia współczynników roe oraz VO_{gf} określonych sektorów od średnich wartości tych miar, za rozwojowe uznano te sektory, w których $roe > 2,2\%$ oraz $VO_{gf} > 3,2$. Wśród nich znalazły się: przemysł paliwowy, metalowy, chemiczny, elektromaszynowy, telekomunikacja, informatyka oraz handel i handel detaliczny.

4. Zróżnicowanie stóp zysku zatrzymanego w sektorach rozwojowych

Analizując zysk zatrzymany w wyodrębnionych sektorach rozwojowych w latach 1997-2006, można zaobserwować znaczący udział zysku zatrzymanego w dodatnim wyniku finansowym netto. Świadczą o tym średnioroczne stopy zatrzymania zysku, które kształtują się na poziomie ok. 84% (zob. tab. 2).

Badając zróżnicowanie w czasie średniorocznych stóp zysku zatrzymanego, można zaobserwować, iż wyższe ich poziomy odnotowano w latach 1997-2002, niższe zaś w latach 2003-2006. Najwyższy średni poziom tych stóp był w 1999 r., najniższy zaś w 2006 r. – odpowiednio 91 i 77%.

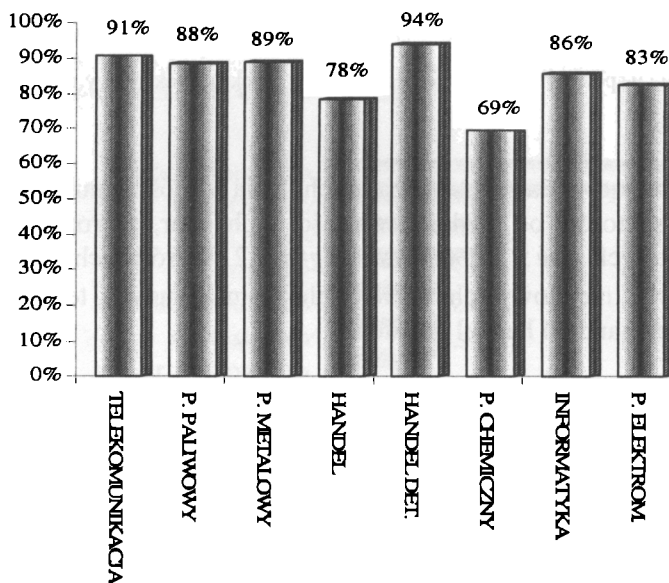
Analizowane sektory cechują się stabilnością w zakresie decyzji dotyczących zatrzymania zysku netto, o czym świadczą niskie odchylenia od średniej dla wszystkich badanych sektorów, tj. na poziomie ok. 12%. Analiza zróżnicowania

średnich sektorowych stóp zysku zatrzymanego wskazuje, iż największe średnie stopy zysku zatrzymanego odnotowano w handlu detalicznym (średnio 94%), najniższe zaś zaobserwowano w przemyśle chemicznym (69%) – zob. rys. 3.

Tabela 2. Średnioroczne stopy zysku zatrzymanego w latach 1997-2006 (w %)

Wyszczególnienie	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Telekomunikacja	83	77	97	98	100	100	95	96	96	64
P. paliwowy	99	98	99	97	97	89	78	56	79	93
P. metalowy	94	94	96	95	87	81	84	79	92	86
Handel	64	76	76	75	76	79	87	82	85	83
Handel detaliczny		100	100	100	100	100	95	97	97	57
P. chemiczny	74	74	86	62	73	73	50	56	71	75
Informatyka	91	75	84	87	97	95	80	89	80	78
P. elektromaszynowy	96	95	87	72	78	68	82	85	82	81
Średnio	86	86	91	86	88	86	81	80	85	77

Źródło: jak w tab. 1.



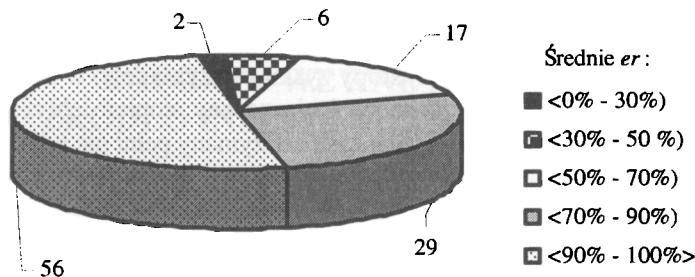
Rys. 3. Średnie stopy zysku zatrzymanego w ujęciu sektorowym (lata 1997-2006)

Źródło: jak w tab. 1.

Największe zmiany pod względem dynamiki stóp zysku zatrzymanego można zaobserwować w przemyśle chemicznym, gdzie odchylenie od średniej wyniosło ok. 17%, najmniejsze zaś w handlu detalicznym (odchylenie ok. 7%). Ciekawym wynikiem analizy stóp zysku zatrzymanego jest to, iż w sektorze handlu detalicznego

przez kilka lat (1998-2002) wystąpiła stabilność w polityce podziału zysku, skupiająca się na pozostawianiu w całości nadwyżki finansowej do celów rozwojowych.

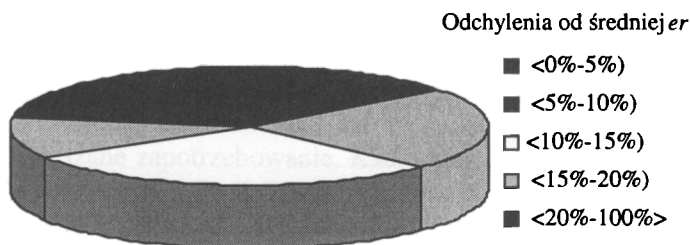
Z przeprowadzonej analizy wynika, iż większość analizowanych spółek z sektorów rozwojowych zdecydowała się na podział zysku netto zapewniający im pozostawienie zysku na potrzeby rozwojowe spółki. Wśród 110 analizowanych przedsiębiorstw ponad 3/4 z nich odnotowało średnie stopy zatrzymania zysku powyżej 70%, w tym aż ponad 50% pozostawiło zysk przede wszystkim na potrzeby rozwojowe (zob. rys. 4).



Rys. 4. Liczba spółek w podziale na średnie er

Źródło: jak w tab. 1.

W przypadku tylko 8 spółek średnie stopy zysku zatrzymanego sięgnęły najniższego poziomu (0-50%), a w przypadku 17 przedsiębiorstw ukształtowały się one w granicach 50-70%. Tym samym polityka podziału zysku netto w analizowanych spółkach częściej zorientowana była na zatrzymywanie zysku netto na potrzeby inwestycyjne niż na wypłatę dywidend akcjonariuszom.



Rys. 5. Liczba spółek w podziale na odchylenia od średniej er

Źródło: jak w tab. 1.

Zróznicowanie stóp zysku zatrzymanego w badanych przedsiębiorstwach można uznać za niewielkie, co najwyżej umiarkowane, gdyż odchylenia od średniej stopy zysku zatrzymanego danych spółek w sektorze wyniosły ok. 13%. Największa liczba spółek (32) cechowała się właśnie odchyleniami na poziomie 10-15% (zob. rys. 5).

5. Podsumowanie

Przeprowadzona analiza spółek notowanych na GPW w Warszawie pozwala potwierdzić hipotezę, iż w spółkach rozwojowych, cechujących się wysokimi współczynnikami opcji wzrostu wartości przedsiębiorstwa oraz współczynnikami rentowności kapitału własnego, wypracowany zysk netto jest w większości zatrzymywany na potrzeby rozwojowe (średnie stopy zysku zatrzymanego w badanym okresie wyniosły ok. 84%). Stosowanie takiej strategii podziału zysku netto potwierdziło również badanie zróżnicowania stóp zysku zatrzymanego, o czym świadczy brak określonych tendencji ich kształtowania się w danym roku oraz nieznaczne odchylenie od średniej stopy zysku zatrzymanego w danym sektorze.

Wysokie stopy zysku zatrzymanego i nieznaczny stopień ich zróżnicowania potwierdzają, że w spółkach rozwojowych zysk zatrzymany pełni nie tylko funkcję samofinansowania (zasilając kapitał własny), ale przede wszystkim funkcję rozwojową i sterującą. Decyduje bowiem o możliwościach rozwoju spółki, pozytywnie oddziałuje na wartość akcji i wartość rynkową przedsiębiorstwa oraz zwiększa opcję jego wzrostu.

Literatura

- Bień W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2000.
- Bresser R., Valle Thiele R., Biedermann A., Lüdeke H., *Entlassung des Vorstandsvorsitzenden und Unternehmenserfolg: Eine empirische Untersuchung der größten deutschen Aktiengesellschaften*, „Zeitschrift für Betriebswirtschaft” 2005 Heft 12.
- Drobetz W., Pensa P., Wöhle C., *Kapitalstrukturpolitik in Theorie und Praxis: Ergebnisse einer Fragebogenuntersuchung*, „Zeitschrift für Betriebswirtschaft” 2006 Heft 3.
- Duliniec A., *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
- Rachunkowość i sprawozdawczość finansowa 2005*, red. E. Walińska, ABC, Warszawa 2005.
- Sajnog A., *Zysk zatrzymany a wartość rynkowa przedsiębiorstwa – ujęcie sektorowe*, [w:] *Problemy współczesnej analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, red. J. Duraj, UEŁ, Łódź 2007.
- Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Poltext, Warszawa–Kraków 1999.
- Turczyński M., *Przekształcenie kapitałów własnych przy przejściu na MSR*, „Rachunkowość” 2006 nr 12.

ANALYSIS OF EARNINGS RETAINED RATE DIFFERENTIAL IN DEVELOPMENTAL COMPANIES QUOTED IN THE WARSAW STOCK EXCHANGE

Summary

The fundamental purpose of this dissertation is to validate the hypothesis that in Polish quoted companies belonging to the developmental sector, the policy of the net profit distribution is oriented rather to earnings retention than to dividends payout, which is confirmed by high earnings retained rates. The analysis has been carried out on the basis of the study of public joint stock companies quoted in the Warsaw Stock Exchange and chosen from the economy sectors which are perceived as developmental ones (oil, metal, chemical and electromechanical industries, information technology, telecommunications, retail trade and trade).