

**Aleksandra Pieloch-Babiarz**  
**Artur Sajnóg**

# **Analiza fundamentalna**

Standing finansowy  
i wycena przedsiębiorstwa



**AKADEMIA  
ZARZĄDZANIA  
I FINANSÓW**

 WYDAWNICTWO  
UNIWERSYTETU  
ŁÓDZKIEGO

# **Analiza fundamentalna**

Standing finansowy  
i wycena przedsiębiorstwa





WYDAWNICTWO  
UNIWERSYTETU  
ŁÓDZKIEGO

**Aleksandra Pieloch-Babiarz**  
**Artur Sajnóg**

# **Analiza** **fundamentalna**

Standing finansowy  
i wycena przedsiębiorstwa

**AKADEMIA**  
**ZARZĄDZANIA**  
**I FINANSÓW**

 WYDAWNICTWO  
UNIWERSYTETU  
ŁÓDZKIEGO

Łódź 2016

Aleksandra Pieloch-Babiarz, Artur Sajnog – Uniwersytet Łódzki  
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa  
90-214 Łódź, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41

RECENZENT

*Paweł Kosiń*

REDAKTOR INICJUJĄCY

*Monika Borowczyk*

REDAKTOR WYDAWNICTWA UŁ

*Bogusława Kwiatkowska*

SKŁAD I ŁAMANIE

*Munda – Maciej Torz*

PROJEKT OKŁADKI

*Katarzyna Turkowska*

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Depositphotos.com/Tsyhund

© Copyright by Authors, Łódź 2016

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2016

Publikacja jest udostępniona na licencji Creative Commons Uznanie autorstwa-  
Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 4.0 (CC BY-NC-ND)

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

Wydanie I. W.07359.16.0.K

Ark. 10,0; ark. druk. 12,5

ISBN 978-83-8088-146-4

e-ISBN 978-83-8088-147-1

<https://doi.org/10.18778/8088-147-1>

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

90-131 Łódź, ul. Lindleya 8

[www.wydawnictwo.uni.lodz.pl](http://www.wydawnictwo.uni.lodz.pl)

e-mail: [ksiegarnia@uni.lodz.pl](mailto:ksiegarnia@uni.lodz.pl)

tel. (42) 665 58 63

# SPIS TREŚCI

Wprowadzenie	7
Rozdział I	
<b>Istota analizy fundamentalnej</b>	<b>11</b>
1. Istota i zakres analizy fundamentalnej	11
2. Źródła informacyjne analizy fundamentalnej	19
3. <i>Problemy</i>	34
4. <i>Pytania testowe</i>	34
Rozdział II	
<b>Analiza finansowa przedsiębiorstwa</b>	<b>35</b>
1. Analiza finansowa – istota i rodzaje oceny kondycji finansowej	35
2. Analiza podstawowych sprawozdań finansowych przedsiębiorstwa	42
2.1. Analiza bilansu	42
2.2. Analiza rachunku zysków i strat	58
2.3. Analiza rachunku przepływów pieniężnych	69
3. Analiza wskaźnikowa przedsiębiorstwa	76
3.1. Wskaźniki płynności finansowej	78
3.2. Wskaźniki zadłużenia	93
3.3. Wskaźniki sprawności działania	97
3.4. Wskaźniki rentowności	99
3.5. Wskaźniki rynkowe	107
4. <i>Problemy</i>	120
5. <i>Pytania testowe</i>	121
6. <i>Zadania do samodzielnej rozwiązania</i>	122
Rozdział III	
<b>Wycena przedsiębiorstwa</b>	<b>125</b>
1. Istota wyceny przedsiębiorstwa	125
2. Koszt kapitału przedsiębiorstwa	129
3. Metody wyceny przedsiębiorstwa	152
3.1. Metody majątkowe	154

3.2.	Metody dochodowe	159
3.2.1.	Wolne przepływy pieniężne jako determinanta wyceny przedsiębiorstwa	159
3.2.2.	Charakterystyka metod dochodowych	166
3.3.	Metody mieszane	170
3.4.	Metody porównawcze (rynkowe)	172
4.	<i>Problemy</i>	175
5.	<i>Pytania testowe</i>	176
6.	<i>Zadania do samodzielnego rozwiązania</i>	177
	Zakończenie	181
	Bibliografia	185
	Spis tabel	195
	Spis rysunków	197
	Odpowiedzi do pytań testowych	199

# Wprowadzenie

Analiza fundamentalna jest procesem badania rynku kapitałowego w oparciu o dane fundamentalne pochodzące ze spółki i rynku, na którym prowadzi ona działalność. Podejmowanie decyzji inwestycyjnych z wykorzystaniem analizy fundamentalnej oznacza inwestowanie w wartość przedsiębiorstwa. Analiza fundamentalna stara się odpowiedzieć na pytanie: jaka jest wartość wewnętrzna spółki giełdowej i jakie należy podjąć decyzje w związku z zaistniałą różnicą między ceną rynkową a wartością wewnętrzną akcji. Odpowiedź na to pytanie jest możliwa w przypadku, gdy inwestor uwzględni w swoich badaniach nie tylko dane historyczne czy bieżące, ale również przyszłą sytuację przedsiębiorstwa. Trafność wyboru efektywnej inwestycji wzrasta, gdy w ocenach weźmie się pod uwagę nie tylko wewnętrzną sytuację przedsiębiorstwa, ale również możliwości jego funkcjonowania, rozwoju oraz wzrostu konkurencyjności działania, które determinowane są czynnikami nie tylko o charakterze mikro-, ale także i makroekonomicznymi. Uwarunkowania współczesnej gospodarki, turbulentność otoczenia, niepewność i zmienność rynków finansowych oraz wysokie ryzyko systematyczne sprawiają, że ocena *ex post* standingu finansowego przedsiębiorstwa nie zawsze przekłada się na wyniki finansowe i wartość rynkową spółki w ujęciu *ex ante*. W procesie wyznaczania wewnętrznej wartości przedsiębiorstwa należy wziąć zatem pod uwagę nie tylko wielkości historyczne, ale przede wszystkim odpowiednio przeprowadzić prognozę przyszłej sytuacji gospodarczej.

W związku z powyższym, analiza fundamentalna polega nie tylko na ocenie ekonomiczno-finansowej danej spółki akcyjnej, ale i jej otoczenia gospodarczo-społecznego w aspekcie określenia przyszłego kształtowania się cen jej akcji w dłuższym horyzoncie czasu. Ocena ta dotyczy kondycji ekonomiczno-finansowej spółki, jej pozycji na rynku i możliwości rozwoju. Głównymi etapami przeprowadzania analizy fundamentalnej są: analiza makroekonomiczna, sektorowa, sytuacyjna, finansowa oraz

wycena akcji danej spółki. Trzy pierwsze z nich stanowią niejako o analizie strategicznej przedsiębiorstwa, wskazując na szanse i zagrożenia oraz słabe i mocne strony spółki jako podstawy długookresowego powodzenia na rynku. Z kolei analiza finansowa i wycena przedsiębiorstwa służą odpowiedzi na pytanie: jaka jest obecna wartość przedsiębiorstwa, biorąc pod uwagę historię spółki oraz perspektywy jej rozwoju. Odpowiedź na powyższe pytanie jest możliwa przy wykorzystaniu przez inwestora wybranych metod i narzędzi analizy finansowej oraz wyceny przedsiębiorstwa. Te dwa ostatnie etapy analizy fundamentalnej pozwalają zatem na ocenę atrakcyjności lokowania kapitału w akcje konkretnej spółki, czyli oszacowanie fundamentalnej wartości przedsiębiorstwa, która może znacząco odbiegać od wartości spółki na rynku. Zadaniem analityków finansowych jest więc określenie odchyleń między wewnętrzną ceną akcji a jej ceną rynkową (giełdową), które stają się wyznacznikiem atrakcyjności danej inwestycji. Rozbieżności między wartością wewnętrzną a rynkową generować mogą sygnały o sprzedaży akcji (przewartościowanie) lub kupna (niedowartościowanie).

Inwestor, stosując analizę fundamentalną, interesuje się w głównej mierze sytuacją ekonomiczno-finansową emitenta papieru wartościowego oraz atrakcyjnością jego ceny na rynku. Tym samym jednym z generalnych celów analizy fundamentalnej jest finalne ustalenie wartości przedsiębiorstwa w oparciu o dostępne dane ekonomiczno-finansowe. Na tym tle istotnego znaczenia nabiera problematyka oceny nie tylko rentowności czy płynności finansowej przedsiębiorstwa, ale także kosztu kapitału będącego podstawą oceny ryzyka inwestycyjnego, oczekiwanej premii za ryzyko oraz finalnie wartości dochodu możliwego do uzyskania z zainwestowanego kapitału. Pozytywna ocena spółki w tym zakresie wiąże się bowiem ze wzrostem jej wartości oraz wzrostem zainteresowania obecnych i potencjalnych inwestorów. Niewątpliwie ceny akcji spółek o solidnych fundamentach mogą rosnąć szybciej aniżeli walory przedsiębiorstw słabszych ekonomicznie.

Prezentowane opracowanie poświęcone jest w szczególności metodom, technikom i narzędziom wykorzystywanym przez inwestorów giełdowych w procesie oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej dla potrzeb wyceny spółki. Wpisuje się ono w nurt teorii i praktyki zarządzania przedsiębiorstwem oraz funkcjonowania rynków kapitałowych, nadto odnosi się do ważnych i złożonych problemów wartości przedsiębiorstwa stanowiącej jeden z głównych celów jego działania.

Praca składa się z trzech rozdziałów o charakterze merytoryczno-metodycznym, w których główny nacisk położono na problemy wykorzystania analizy finansowej oraz wyceny przedsiębiorstwa w praktyce przeprowadzania analizy fundamentalnej przedsiębiorstw.

Rozdział I, zatytułowany *Istota analizy fundamentalnej*, poświęcony został kluczowym kwestiom związanym z ideą i założeniami analizy fundamentalnej. Z tego względu problemami podstawowymi stały się tu kwestie odnoszące się do istoty oraz zakresu analizy fundamentalnej. Ponadto, omówione zostały również zasadnicze źródła informacji, warunkujące prawidłowe i rzetelne przeprowadzenie analizy fundamentalnej.

W rozdziale II, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, zamieszczone zostały rozważania nad wykorzystaniem wstępnej i wskaźnikowej oceny sprawozdań finansowych w procesie przeprowadzania analizy fundamentalnej. W tym przedmiocie rozważań główna uwaga została zwrócona nie tylko na samą istotę sprawozdania finansowego, ale przede wszystkim skoncentrowano się na zaprezentowaniu wyselekcjonowanych wskaźników finansowych i wybranych wskaźników rynku kapitałowego umożliwiających ocenę efektywności inwestycji w akcje spółek publicznych.

Rozdział III, pt. *Wycena przedsiębiorstwa*, traktuje o ostatnim – jednakże niezmiernie ważnym z punktu widzenia inwestora giełdowego – etapie przeprowadzania analizy fundamentalnej, którym jest estymacja wartości wewnętrznej akcji. Wyznaczenie teoretycznej ceny wartości spółki notowanej na rynku kapitałowym determinowane jest znajomością zróżnicowanych i wieloaspektowych metod wyceny przedsiębiorstwa oraz metod szacowania kosztu kapitału. Problematyka kosztu kapitału w sposób szczególny jest bowiem silnie związana z dochodowymi interpretacjami wartości przedsiębiorstwa.

Każdy rozdział opracowania został wzbogacony pytaniami otwartymi i testowymi oraz zadaniami niezbędnymi dla opanowania materiału i usystematyzowania informacji zaprezentowanych w poszczególnych częściach pracy.

Prezentowana praca jest wycinkiem szerokiej i niezmiernie złożonej problematyki analizy fundamentalnej. Przedstawia zarówno ogólne, jak i szczegółowe metody oraz instrumenty badania sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa, służące w szczególności prawidłowej wycenie przedsiębiorstwa. Zaprezentowane w opracowaniu różnorodne metody, techniki oraz narzędzia badawcze mają charakter wybranych problemów merytoryczno-metodycznych analizy fundamentalnej. Autorzy podjęli próbę omówienia podstawowych, najważniejszych i najczęściej wykorzystywanych w praktyce gospodarczej sposobów przeprowadzania analizy finansowej oraz wyceny przedsiębiorstwa, zdając sobie jednocześnie sprawę, iż prezentowaną pracę należy traktować jako pewnego rodzaju kompendium wiedzy z tego obszaru. W tym też znaczeniu prezentowane opracowanie ma charakter podręcznika akademickiego, skupiającego uwagę na dwóch kluczowych obszarach analizy fundamentalnej, tj. analizy finansowej i wyceny przedsiębiorstwa.

Podręcznik ten adresowany jest do szerokiego kręgu młodzieży akademickiej kierunków ekonomicznych i zarządzania, kadry kierowniczej przedsiębiorstw, jak i początkujących inwestorów giełdowych pragnących zdobyć i wykorzystać wiedzę na temat analizy finansowej i wyceny spółki, w kontekście podejmowania bardziej trafnych decyzji na rynku kapitałowym.

Autorzy opracowania serdecznie dziękują Panu Profesorowi Janowi Durajowi – wieloletniemu Kierownikowi Katedry Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa Uniwersytetu Łódzkiego – za cenne uwagi i inspiracje naukowe dostarczane w trakcie powstawania niniejszej pracy i po jej zakończeniu. Nadto, dziękują Szanownemu Recenzentowi – Panu Profesorowi Pawłowi Kosiniowi z Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach za konstruktywne sugestie i komentarze, które nadały pracy pełniejszy i bardziej zrozumiały w swym odbiorze charakter. Oddzielne podziękowania składamy naszym najbliższym.

*Aleksandra Pieloch-Babiarz  
Artur Sajnog*

# ROZDZIAŁ I

## ISTOTA ANALIZY FUNDAMENTALNEJ

### 1. Istota i zakres analizy fundamentalnej

Sukces podejmowanych decyzji inwestycyjnych na względnie efektywnym rynku kapitałowym zależy od wiedzy na temat mechanizmów funkcjonowania tegoż rynku oraz czynników powodujących ruchy cen instrumentów finansowych. Czynników tych jest wiele, choć można je ująć w dwie podstawowe grupy<sup>1</sup>:

- czynniki fundamentalne, decydujące o sytuacji ekonomiczno-finansowej spółki oraz o możliwościach jej rozwoju;
- czynniki giełdowe, dotyczące sytuacji na rynku papierów wartościowych.

**Czynniki fundamentalne** są przedmiotem zainteresowania tych inwestorów, którzy uważają, że kształtowanie się cen akcji jest pochodną wartości przedsiębiorstwa<sup>2</sup>. Nie ulega wątpliwości, że weryfikatorem każdej wyceny instrumentu finansowego jest rynek, który bierze pod uwagę nie tylko racjonalne przesłanki, ale także szereg czynników związanych z nastrojami na giełdzie, okresową modą na niektóre branże czy zachowaniami czysto spekulacyjnymi. Tym samym nie można jednoznacznie stwierdzić o wyższości jednych czynników nad drugimi, gdyż wybór strategii inwestycyjnej jest zdeterminowany wieloma innymi uwarunkowaniami, np. skłonnością do ryzyka czy też sytuacją polityczną.

Na rynku inwestycyjnym występują niekiedy sytuacje, w których po publikacji informacji o zyskach danej spółki przewyższających wcześniejsze prognozy następuje wzrost notowań jej akcji. Jednakże podejmowane

---

1 T. Jaworski, *Wartość wewnętrzna akcji a jej cena na rynku kapitałowym. Teoria impulsu*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań, 1999, s. 117.

2 W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 219.

decyzje inwestycyjne są bardzo często pokłosiem systematycznej oceny otoczenia danej spółki oraz przede wszystkim jej sytuacji ekonomiczno-finansowej przy wykorzystaniu szeregu wskaźników, co stanowi przedmiot analizy fundamentalnej.

Jednym z najbardziej znanych i jednocześnie najstarszych narzędzi pomocnych w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych jest **analiza fundamentalna** (ang. *fundamental analysis*), która pozwala na ocenę atrakcyjności lokowania kapitału w akcje konkretnej spółki<sup>3</sup>. Jak sama nazwa wskazuje, analiza fundamentalna dotyczy podstaw, na których opiera się inwestycja w określone instrumenty finansowe, ściśle w akcje. Uważa się, że te fundamentalne podstawy działania przedsiębiorstw determinują wartość akcji na rynku. Istotą zaś analizy czynników fundamentalnych jest strategia długookresowa.

**Analiza fundamentalna** polega na badaniu związków przyczynowo-skutkowych między ekonomiczno-finansową sytuacją przedsiębiorstw oraz ich perspektywami rozwoju a cenami ich akcji. U podstaw analizy fundamentalnej leży założenie, iż zmiany cen papierów wartościowych w dłuższym horyzoncie czasowym są uwarunkowane wynikami ekonomicznymi uzyskiwanymi przez spółkę. Sukces rynkowy przedsiębiorstwa i jego wyniki finansowe są zaś pochodną wielu procesów ekonomicznych zachodzących wewnątrz firmy oraz w jej otoczeniu<sup>4</sup>.

Wskazać można na trzy główne **cele analizy fundamentalnej**:

- 1) przygotowanie informacji, które są niezbędne do ustalenia wartości spółki i oszacowania wielkości jej zysków w przyszłości oraz określenie spodziewanej skali zmian akcji na rynku;
- 2) ustalenie rzeczywistej wartości akcji, która byłaby dla inwestora ceną odniesienia do notowanych kursów na giełdzie;
- 3) analiza konkurencyjnych spółek w celu ustalenia pozycji danej spółki w ocenie atrakcyjności rynku inwestycyjnego<sup>5</sup>.

W skali długookresowej tego typu działania stają się pomocne w podjęciu bardziej trafnych decyzji inwestycyjnych, dzięki którym inwestor jest w stanie kontrolować ryzyko inwestycji.

W literaturze spotyka się trzy podstawowe **cechy analizy fundamentalnej**, a mianowicie:

---

3 U. Malinowska, *Analiza fundamentalna przedsiębiorstwa*, [w:] M. Panfil i A. Szablewski (red.), *Wycena wartości przedsiębiorstw. Od teorii do praktyki*, Poltext, Warszawa 2011, s. 106.

4 J. Kwit, *Analiza fundamentalna i techniczna spółki publicznej*, [w:] M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Dylematy wyceny przedsiębiorstwa*, Poltext, Warszawa 2013, s. 112.

5 E. Ostrowska, *Rynek kapitałowy. Funkcjonowanie i metody oceny*, PWE, Warszawa 2007, s. 118.

- niepowtarzalność badanej sytuacji,
- konieczność dokumentacji przeszłości,
- długookresową zależność między wynikami danej spółki a zachowaniami inwestorów<sup>6</sup>.

Analiza fundamentalna to ocena metodyczno-merytoryczna o niepowtarzalnym charakterze, gdyż jej forma, zakres, treść itd. zależą od konkretnej sytuacji, tzn. specyfiki danej spółki, jej stadium rozwoju, a także zmian w otoczeniu wewnętrznym i zewnętrznym. Wyniki analizy fundamentalnej będą zależęć ponadto od subiektywnego doboru zestawu wskaźników wykorzystywanych w ocenie sytuacji ekonomiczno-finansowej spółki.

Z kolei przeprowadzenie analizy *ex post* po kątem badania przeszłości spółki i jej otoczenia jest podstawą analizy obecnej jej sytuacji, a przede wszystkim tworzy możliwość wykorzystania w prognozowaniu określonych wskaźników ekonomicznych o charakterze historycznym.

Spółki charakteryzujące się atrakcyjnymi wskaźnikami finansowymi w długim okresie oraz prognozowanym ich wzrostem są pewnego rodzaju gwarancją osiągnięcia wyższych korzyści niż u konkurentów. Główną podstawą decyzji inwestycyjnych jest bowiem maksymalizacja dochodu inwestora w postaci stopy zwrotu z akcji danej spółki oraz wypłacalnej dywidendy. Takiej sytuacji powinno ponadto towarzyszyć przekonanie, iż wyznacznikiem podejmowanych decyzji inwestycyjnych jest różnica między ceną rynkową akcji a jej wartością wewnętrzną (subiektywną).

**Wartość wewnętrzna (fundamentalna, nieodłączna, rzeczywista)<sup>7</sup>** danego instrumentu finansowego wynika ze zdolności tego instrumentu do generowania dochodów i bazuje nie tylko na jego czynnikach wewnętrznych, ale także potencjale wzrostu wartości rynkowej. Mimo istnienia różnych podejść do definiowania wartości wewnętrznej akcji<sup>8</sup> można uznać, iż wartość wewnętrzna akcji to cena, która jest porównywana z jej wartością rynkową na giełdzie w momencie jej kupna lub sprzedaży<sup>9</sup>. Jest więc oszacowaną ceną przez analityka finansowego, inwestora lub jego doradcę finansowego, która staje się ważnym kryterium podejmowania decyzji inwestycyjnych typu „kup”, „trzymaj”, „sprzedaj”.

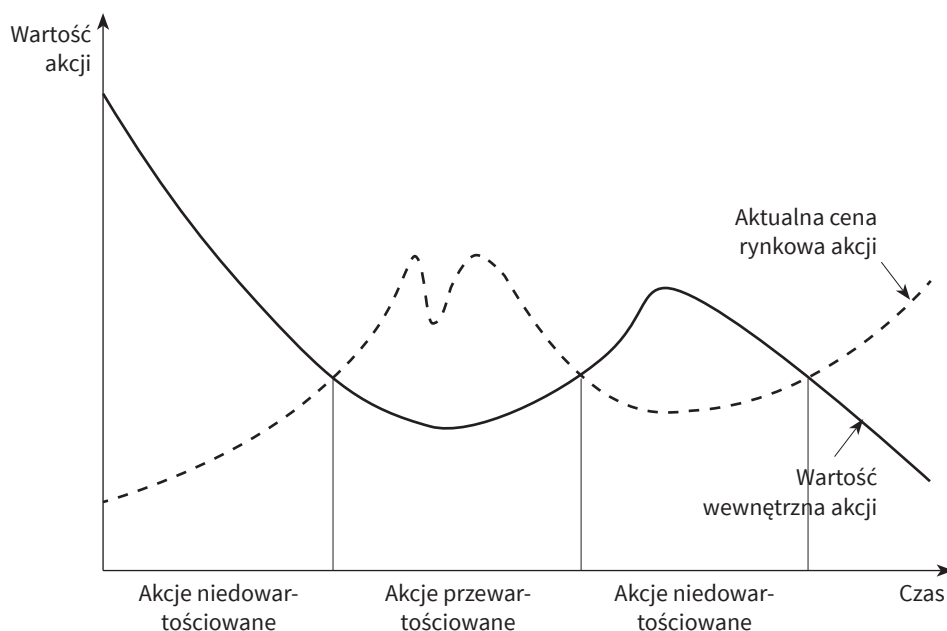
6 *Ibidem*.

7 W opracowaniu utożsamia się pojęcie wartości rzeczywistej oraz wartości fundamentalnej, mimo iż niekiedy kategoria wartości rzeczywistej znajduje swe zastosowanie w procesach wyłączeniowych współników.

8 Por. T. Jaworski, *op. cit.*, s. 41; M. Puławski, *Instrumenty rynku kapitałowego*, MSM, Warszawa 1994.

9 E. Ostrowska, *op. cit.*, s. 130.

Zadaniem analityków fundamentalnych jest określenie **odchyleń między wewnętrzną ceną akcji a jej ceną rynkową** (giełdową), które stają się wyznacznikiem atrakcyjności danej inwestycji. Podstawowym założeniem analizy fundamentalnej jest bowiem przyjęcie, że w krótkim okresie rynek niekoniecznie jest w stanie dostrzec rzeczywistą wartość spółki, a między ceną rynkową i ceną wewnętrzną mogą występować różnice<sup>10</sup>. Rozbieżności między wartością wewnętrzną a rynkową generować mogą sygnały o sprzedaży akcji (przewartościowanie) lub ich kupna (niedowartościowanie). Jeśli poziom bieżącego kursu giełdowego akcji jest niższy od jej wartości wewnętrznej, to oznacza, że walory tej spółki są niedoszacowane i w przyszłości ich ceny powinny wzrastać. Taki sygnał stanowi o atrakcyjności nabywania akcji danej spółki (zob. rys. 1). Z kolei sytuacja, w której kurs akcji przewyższa wartość wewnętrzną, powinna być zachętą do sprzedaży akcji i realizacji zysków z inwestycji, gdyż w przyszłości można oczekiwać spadek jej notowań na giełdzie<sup>11</sup>.

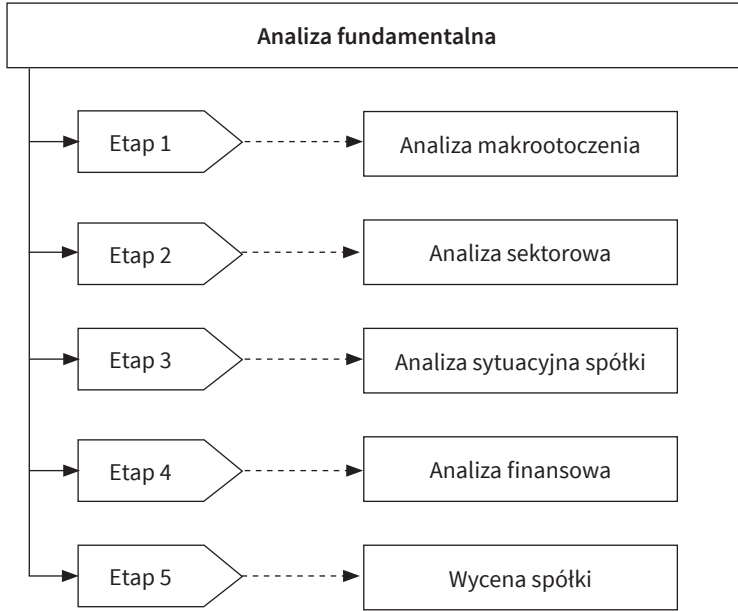


**Rysunek 1.** Wewnętrzna wartość akcji a jej aktualna cena rynkowa

**Źródło:** E. Ostrowska, *Rynek kapitałowy. Funkcjonowanie i metody oceny*, PWE, Warszawa 2007, s. 131

<sup>10</sup> W. Tarczyński, *Fundamentalny portfel papierów wartościowych*, PWE, Warszawa 2002, s. 21–22.

<sup>11</sup> U. Malinowska, *op. cit.*, s. 107.



**Rysunek 2.** Pięć etapów analizy fundamentalnej

Źródło: opracowanie własne

Z istoty analizy fundamentalnej wynika, że oparta na niej strategia inwestowania jest strategią długookresową. Analiza fundamentalna jest więc procesem złożonym i wieloetapowym. Najczęściej wyróżnia się pięć następujących jej etapów: analiza makroekonomiczna, analiza sektorowa, analiza sytuacyjna spółki<sup>12</sup>, analiza finansowa spółki oraz wycena spółki (zob. rys. 2).

Pierwszym etapem analizy fundamentalnej jest ogólna ocena atrakcyjności inwestowania na rynku akcji, będąca przedmiotem analizy makrootoczenia. **Analiza makrootoczenia** dotyczy badania różnorodnych czynników zewnętrznych, które mogą sprzyjać, zagrażać bądź ograniczać funkcjonowanie i rozwój przedsiębiorstwa. Celem analizy makrootoczenia przedsiębiorstwa jest zidentyfikowanie zbioru szans i zagrożeń, które generuje dalsze otoczenie organizacji. Makrootoczenie przedsiębiorstwa

12 Trzy pierwsze etapy analizy fundamentalnej (tj. analiza makroekonomiczna, analiza sektorowa i analiza sytuacyjna spółki) związane są ściśle z analizą strategiczną przedsiębiorstwa. Metody, techniki i narzędzia wykorzystywane w procesie oceny strategicznej przedsiębiorstwa przeprowadzanej w kontekście analizy fundamentalnej omówione zostały szczegółowo w opracowaniu: A. Pieloch-Babiarz, A. Sajnóg, *Podstawy analizy fundamentalnej – analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016.

jest niezwykle złożonym i wielowymiarowym układem elementów, wśród których wymienić można m.in.: otoczenie **ekonomiczne** (np. stopa wzrostu PKB, stopa procentowa, wahania kursów walut, stopa inflacji, stopa zatrudnienia i bezrobocia, system finansowo-bankowy itp.), **techniczno-technologiczne** (np. poziom innowacyjności, procesy technologiczne, nowe rozwiązania techniczne, postęp techniczny, patenty, licencje, wynalazki, badania R&D itp.), **socjokulturowe** (np. obyczaje, zwyczaje, nawyki konsumentów, systemy przekonań i wartości, sposób ich życia, religia, normy etyczne, wartości społeczne itp.), **demograficzne** (struktura społeczna i etniczna, struktura wieku społeczeństwa, struktura płci i wykształcenia, rozlokowanie geograficzne ludności itp.), **polityczno-prawne** (np. system polityczny, regulacje działalności gospodarczej, liczba i jakość przepisów, norm i regulacji prawnych itp.) oraz otoczenie **międzynarodowe** (np. stosunki polityczne z innymi państwami, występowanie konfliktów zbrojnych i możliwość konkurowania na arenie międzynarodowej)<sup>13</sup>.

Wśród metod analizy makrootoczenia wyróżnić można dwie zasadnicze koncepcje:

- a) **koncepcje bezscenariuszowe**, nazywane także koncepcjami wielorakich możliwości, które opierają się na jednej wersji strategii rozwoju i ich sukces zależy od stopnia trafności identyfikacji szans i zagrożeń płynących z otoczenia (np. metoda PEST, diament M.E. Portera, analiza partnerów strategicznych, metoda prognozowania gospodarczego, analiza luki strategicznej oraz metoda QUEST);
- b) **koncepcje scenariuszowe**, polegające na formułowaniu różnorodnych wersji scenariuszy, które opisują sytuację przedsiębiorstwa i stan jego otoczenia (np. scenariusze możliwych zdarzeń, scenariusze symulacyjne, scenariusze stanów otoczenia oraz scenariusze procesów w otoczeniu)<sup>14</sup>.

Zasadniczym celem **analizy sektorowej** (nazywanej niekiedy analizą otoczenia konkurencyjnego) jest zbadanie atrakcyjności sektora (m.in. jego rentowności, możliwości rozwojowych, jak również perspektyw osiągnięcia przewagi konkurencyjnej i określonej pozycji konkurencyj-

---

13 Ch.W. Hill, G.R. Jones, *Strategic Management Theory. An Integrated Approach*, Houghton Mifflin Co., Boston 1989, s. 81–85; B. Olszewska (red.), *Zarządzanie strategiczne. Przedsiębiorstwo na progu XXI wieku*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2008, s. 64–65; M. Romanowska, *Planowanie strategiczne w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2004, s. 47–49; G. Gierszewska, *Zarządzanie strategiczne*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania, Warszawa 2000, s. 41–49; J. Rokita, *Zarządzanie strategiczne. Tworzenie i utrzymywanie przewagi konkurencyjnej*, PWE, Warszawa 2005, s. 73–77.

14 G. Gierszewska, M. Romanowska, *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2003, s. 49–65.

nej w sektorze itp.) z punktu widzenia przedsiębiorstwa prowadzącego w nim działalność gospodarczą oraz potencjalnego inwestora. W zakres celów tej analizy zalicza się również:

- a) określenie rynkowych szans i zagrożeń dla przedsiębiorstw,
- b) zbadanie możliwości rozwoju i wzrostu przedsiębiorstwa w sektorze,
- c) kształtowanie przyszłego portfela działalności przedsiębiorstwa w taki sposób, który prowadzi do zmniejszenia ryzyka działalności i zwiększa efekt synergii,
- d) znalezienie nowych sektorów, w których w przyszłości przedsiębiorstwo mogłoby działać wraz z określeniem barier wejścia i wyjścia z sektora.

Istotą analizy sektorowej jest wypracowanie określonej pozycji konkurencyjnej, związanej z osiągnięciem **przewagi konkurencyjnej**, czyli zarówno nadrzędnej pozycji przedsiębiorstwa wobec dużej liczby konkurentów, jak i zdolności do osiągania systematycznie lepszych wyników od konkurencji na danym rynku<sup>15</sup>. Wśród przewag konkurencyjnych wymienić można: przewagę jakościową, cenową, kosztową oraz informacyjną<sup>16</sup>. Z kolei do podstawowych strategii uzyskiwania przewagi konkurencyjnej zalicza się z reguły: **strategię lidera kosztowego** (ang. *cost leadership strategy*), **strategię zróżnicowania** (ang. *differentiation strategy*) oraz **strategię koncentracji** (ang. *focus strategy*)<sup>17</sup>.

Najczęściej wykorzystywanymi metodami analizy sektorowej w praktyce gospodarczej są<sup>18</sup>:

- a) **analiza pięciu sił rynkowych (konkurencji) M.E. Portera**<sup>19</sup>, w tym: siła rywalizacji konkurencyjnej w sektorze, zagrożenia ze

---

15 Szerzej: M. Moszkowicz (red.), *Luki strategiczne – statyczna i dynamiczna*, „Przeгляд Organizacji” 1999, nr 9, s. 107–111; A.S. Huff, S.W. Floyd, H.D. Sherman, S. Terjesen, *Zarządzanie strategiczne. Podejście zasobowe*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2011, s. 47; J. Rokita, *op. cit.*, s. 57–73.

16 Por.: M.J. Stankiewicz (red.), *Budowanie potencjału konkurencyjności przedsiębiorstwa*, Dom Organizatora, Toruń 1999, s. 52; M.K. Nowakowski, M.L. Rzemieniak, *Kryzys i przetrwanie w marketingu*, Difin, Warszawa 2003, s. 27.

17 I. Penc-Pietrzak, *Planowanie strategiczne w nowoczesnej firmie*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2010, s. 212–232; M. Smolarek, *Planowanie strategiczne w małej firmie*, Oficyna Wydawnicza Humanitas, Sosnowiec, 2009, s. 83–87; M.E. Porter, *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, Free Press, 1st edition 1998; A.S. Huff, S.W. Floyd, H.D. Sherman, S. Terjesen, *op. cit.*, s. 170–178; Z. Drażek, B. Niemczynowicz, *Zarządzanie strategiczne przedsiębiorstwem*, PWE, Warszawa 2003, s. 55–69.

18 M. Lisiński, *Metody planowania strategicznego*, PWE, Warszawa 2004, s. 122–146.

19 M.E. Porter, *Strategia konkurencji. Metody analizy sektorów i konkurentów*, PWE, Warszawa 2000, s. 22.

- strony nowych wejść na rynek, zagrożenia ze strony substytutów, siła przetargowa dostawców i siła przetargowa nabywców;
- b) **punktowa ocena atrakcyjności sektora**, zwana również oceną wartości sektora;
  - c) **punktowa ocena czynników zewnętrznych**;
  - d) **ocena profilu konkurencyjnego**;
  - e) **analiza grzebieniowa**;
  - f) **mapa grup strategicznych**;
  - g) **krzywa doświadczeń (krzywa uczenia się)**;
  - h) **ekonomiczny profil sektora** oraz
  - i) **koncepcja gron** (ang. *clusters*).

**Analiza sytuacyjna** ma charakter generalnej oceny przedsiębiorstwa i jego funkcjonowania na rynku. Analiza ta przyjmuje często postać oceny potencjału strategicznego spółki bądź jej pozycji strategicznej na tle sektora lub branży. Analiza sytuacyjna powinna obejmować zatem wszystkie główne rodzaje działalności wewnętrznej przedsiębiorstwa, które mogą mieć wpływ na jego pozycję na rynku. Ze strategicznego punktu widzenia analiza sytuacyjna jest podporządkowana analizie zasobów oraz analizie konkurentów. Zarówno analiza zasobów, jak i konkurentów może być dokonywana dwoma sposobami:

- 1) badanie zasobów i wskazanie tych, które pozwalają przedsiębiorstwu konkurować lub utrzymać przewagę konkurencyjną oraz
- 2) tworzenie wartości dodanej i utrzymywanie przewagi konkurencyjnej.

Wśród metod analizy sytuacyjnej przedsiębiorstwa można wyróżnić:

- a) **analizę cyklu życia produktu i technologii**,
- b) **analizę kluczowych czynników sukcesu**,
- c) **metodę łańcucha wartości M.E. Portera**,
- d) **punktową ocenę czynników wewnętrznych**,
- e) **bilans strategiczny przedsiębiorstwa**,
- f) **analizę SWOT** oraz
- g) **metody portfelowe**<sup>20</sup>.

**Analiza finansowa** prowadzona jest przede wszystkim w oparciu o dane z prospektów emisyjnych, raportów okresowych spółki (bilans, rachunek zysków i strat, rachunek przepływów pieniężnych). Najczęściej wykorzystywaną techniką, która umożliwia kompleksowe spojrzenie na finanse spółki, jest analiza wskaźnikowa (ang. *ratio analysis*). Najczęściej stosuje się wskaźniki **płynności** (ang. *liquidity ratios*), **obrotowości** (ang. *activity*

20 A. Stabryła, *Zarządzanie strategiczne w teorii i praktyce firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 163–195; G. Gierszewska, M. Romanowska, *op. cit.*, s. 164–246.

*ratios*), **zadłużenia** (ang. *debt ratios*), **rentowności** (ang. *profitability ratios*) oraz wskaźniki **wartości rynkowej** (ang. *market value ratios*)<sup>21</sup>.

Ostatnim etapem analizy fundamentalnej, określanej mianem oceny końcowej<sup>22</sup>, jest **wycena spółki** (ang. *valuation*). Dotyczy ona omawianego określenia wartości wewnętrznej akcji i odniesienia jej do ceny giełdowej akcji. Wśród wielu metod wyceny spółki wymienić można: metody **majątkowe**, **dochodowe**, **mieszane** oraz **porównawcze (rynkowe)**<sup>23</sup>.

## 2. Źródła informacyjne analizy fundamentalnej

Przeprowadzenie analizy fundamentalnej poprzedza wstępny etap badań polegający na zebraniu materiału źródłowego. Materiały źródłowe możemy podzielić na dwie zasadnicze grupy, tj.<sup>24</sup>:

- a) materiały wewnętrzne (umożliwiające przeprowadzenie analizy sytuacyjnej jednostki, analizy finansowej i wyceny przedsiębiorstwa wybraną metodą majątkową, dochodową i/lub mieszaną) oraz
- b) materiały zewnętrzne (służące przeprowadzeniu analizy otoczenia przedsiębiorstwa, jak i wyznaczeniu wartości spółki z wykorzystaniem określonych metod rynkowych) (zob. rys. 3).

Możliwość oceny standingu finansowego przedsiębiorstwa warunkowana jest zebraniem wewnętrznego materiału źródłowego. Materiały ewidencyjne wyrażane są zwykle w ujęciu liczbowym. W miarę wszechstronnie obrazują one procesy i zdarzenia gospodarcze mające miejsce w przedsiębiorstwie w określonym okresie ewidencyjnym (np. w roku obrotowym). Materiały te tworzone są przez przedsiębiorstwo zarówno na potrzeby użytkowników zewnętrznych (w tym w szczególności inwestorów oraz wierzycieli, którym dostarczają informacji o kondycji

---

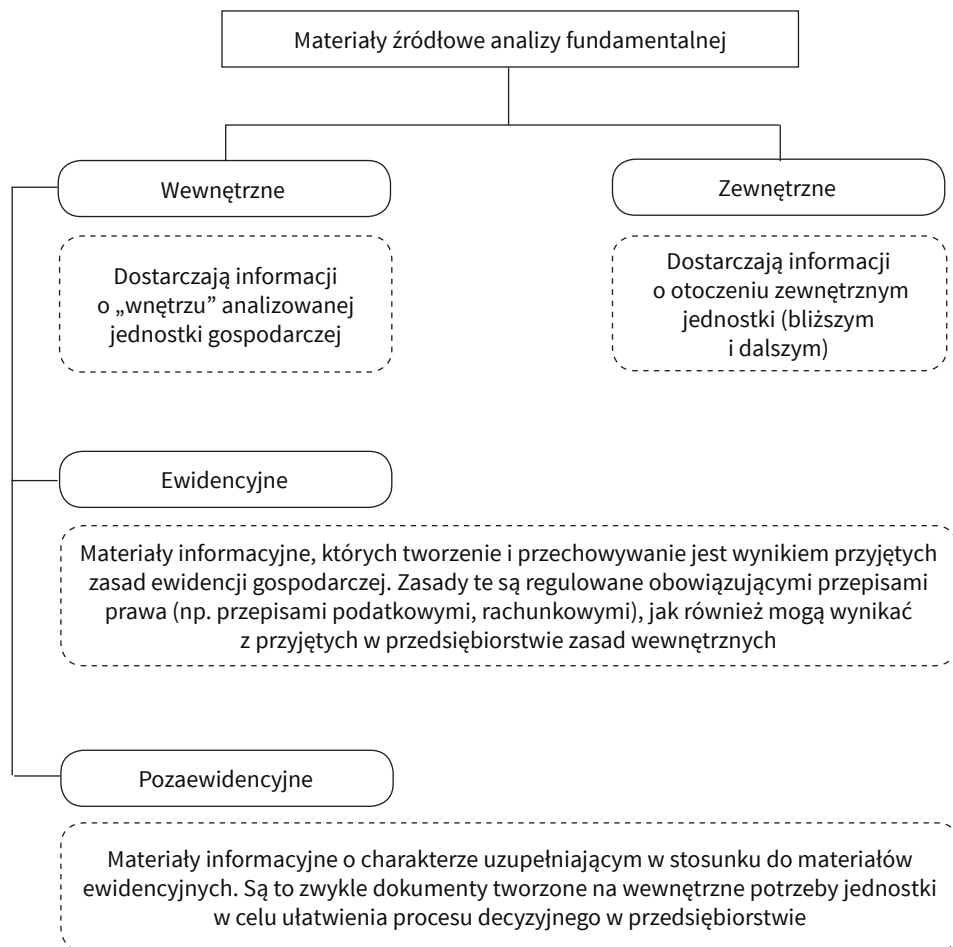
21 M. Kachniewski, B. Majewski, P. Wasilewski, *Rynek kapitałowy i giełda papierów wartościowych*, Fundacja Edukacji i Rynku Kapitałowego, Fundacja Promocji i Akredytacji Kierunków Ekonomicznych, Warszawa 2008, s. 146.

22 J. Kwit, *op. cit.*, s. 119.

23 A. Firla, *Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi*, Wydawnictwo SGH, Warszawa 2008.

24 W. Gabrusewicz, *Podstawy analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2005, s. 34; M. Jerzemowska, *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2004, s. 42–44; L. Bednarski, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 1999, s. 33.

finansowej podmiotów gospodarczych), jak również na potrzeby wewnętrzne badanego przedsiębiorstwa w celu usprawnienia przebiegu procesu decyzyjnego. Podstawowe ewidencyjne materiały źródłowe wykorzystywane w celu przeprowadzenia analizy sytuacji finansowej przedsiębiorstwa przedstawiono w tabeli 1.



**Rysunek 3.** Źródła informacyjne analizy fundamentalnej

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 47–49; M. Jerzemska, *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2004, s. 42; E. Siemińska, *Metody pomiaru i kondycji finansowej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2002, s. 64; W. Gabrusewicz, *Podstawy analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2005, s. 34; L. Bednarski, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 1999, s. 33

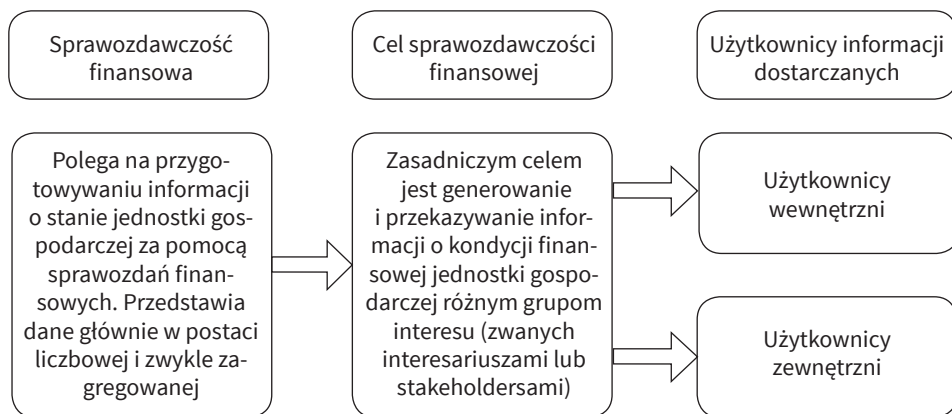
Tabela 1. Ewidencyjne materiały źródłowe analizy finansowej

Wyszczególnienie	Charakterystyka ewidencyjnych materiałów źródłowych
Sprawozdawczość finansowa	Prezentuje dane liczbowe wyrażone w jednostkach pieniężnych Sporządzana jest na podstawie ewidencji księgowej Jest zasadniczym źródłem analizy wskaźnikowej
Sprawozdawczość rzeczowa	Wyrażana jest ona zasadniczo w osobowych i ilościowych jednostkach miary Służy potrzebom analizy techniczno-ekonomicznej
Systemy rachunkowe	System księgowy stosowany w przedsiębiorstwie Systemy kalkulacyjne kosztów Systemy controllingowe
Dokumentacja przedsiębiorstwa	Pierwotna i wtórna dokumentacja operacji gospodarczych Księgi inwentarzowe środków trwałych Dokumentacja produkcyjna Dokumentacja handlowa, eksportowa i importowa Dokumentacja technologiczna Dokumentacja zatrudnienia Inna dokumentacja związana z prowadzeniem działalności gospodarczej

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 47–49; M. Jerzemska, *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2004, s. 42; L. Bednarski, T. Waśniewski (red.), *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1996, s. 46

Podstawowym **ewidencyjnym źródłem informacji** – warunkującym prawidłowe i rzetelne przeprowadzenie tej części analizy fundamentalnej, jaką jest ocena sytuacji finansowej podmiotu gospodarczego – jest sprawozdawczość finansowa<sup>25</sup>. Zasadniczym celem sprawozdawczości finansowej jest dostarczenie informacji o standingu finansowym jednostki gospodarczej, tj. o wynikach jej działalności oraz wszystkich zmianach zachodzących w sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Cel ten realizowany jest przy użyciu ksiąg rachunkowych prowadzonych przez przedsiębiorstwo, jak również z wykorzystaniem sprawozdania finansowego jednostki za dany okres obrotowy (zob. rys. 4).

25 Szerzej: J.C. Ritchie, *Analiza fundamentalna*, Wig-Press, Warszawa 1997, s. 91.



**Rysunek 4.** Istota, cel i użytkownicy sprawozdawczości finansowej

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: W. Gabrusewicz, M. Remlein, *Sprawozdanie finansowe przedsiębiorstwa jednostkowe i skonsolidowane*, PWE, Warszawa 2011, rozdz. 1.3; G.K. Świdorska, W. Więctaw (red.), *Sprawozdanie finansowe bez tajemnic. Rachunkowość finansowa w praktyce*, Difin, Warszawa 2008, s. 2-1-2-4

Podstawowym narzędziem sprawozdawczości finansowej jest **sprawozdanie finansowe**. Sprawozdanie to składa się z sześciu elementów. Są to<sup>26</sup>:

- 1) bilans – zestawienie majątku jednostki (aktywów) oraz źródeł jego finansowania (pasywów) na dany dzień bilansowy (np. 31 grudnia)<sup>27</sup>;
- 2) rachunek zysków i strat – sprawozdanie pokazujące przychody, koszty oraz wyniki finansowe jednostki (zyski lub straty), które wygenerowane zostały w danym okresie bilansowym (np. w roku, kwartale czy miesiącu)<sup>28</sup>;
- 3) rachunek przepływów pieniężnych – pokazuje wpływy i wydatki jednostki gospodarczej, które miały miejsce w pewnym okresie bilansowym, np. w roku obrotowym<sup>29</sup>;
- 4) informacja dodatkowa – jest wprowadzeniem do sprawozdania finansowego, zawiera opis polityki rachunkowości przedsiębiorstwa, sposób podziału zysku i pokrycia straty, przedstawia

26 Szerzej: M. Krzywda, *Akcje i analiza fundamentalna w praktyce*, Wydawnictwo Złote Myśli, Gliwice 2010, s. 77–90; M. Czekąła, *Analiza fundamentalna i techniczna*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław 1997, s. 44–50.

27 Szerzej: E. Walińska, *Bilans jako fundament sprawozdawczości finansowej w kontekście zmian współczesnej rachunkowości*, Wolters Kluwer, Warszawa 2009, s. 208.

28 Szerzej: E. Nowak, *Analiza sprawozdań finansowych*, PWE, Warszawa 2008, s. 106–126.

29 Szerzej: E. Śnieżek, *Rachunek przepływów pieniężnych*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 2007, s. 9–107.

Tabela 2. Użytkownicy sprawozdań finansowych jednostek gospodarczych

	Grupy interesu	Cel pozyskania danych ze sprawozdań finansowych
Użytkownicy wewnętrzni	Wewnętrzni kontrolerzy i analitycy finansowi	Przygotowanie zbiorczych zestawień, planów i analiz finansowych przedstawiających kondycję finansową spółki.
	Zarząd spółki	Pozyskanie danych dotyczących wyników finansowych jednostki potrzebnych do podejmowania racjonalnych decyzji z zakresu funkcjonowania, rozwoju i konkurencyjności przedsiębiorstwa.
	Obecni właściciele	Ocena wartości rynkowej przedsiębiorstwa i wartości dla właścicieli, rentowności kapitału własnego, pozycji majątkowej i kapitałowej przedsiębiorstwa, wysokości wypłacanych dywidend. Informacje te służą decyzjom inwestycyjnym.
	Związki zawodowe i pozostali pracownicy	Uzyskiwanie informacji o stabilności finansowej pracodawcy, zdolności pracodawcy do wypłacania wynagrodzenia, rotacji personelu oraz likwidowania, utrzymywania i tworzenia nowych miejsc pracy.
	Potencjalni inwestorzy	Ocena poziomu stopy zwrotu z zainwestowanego w daną jednostkę gospodarczą kapitału oraz zbadanie i określenie poziomu ryzyka inwestycyjnego.
Użytkownicy zewnętrzni	Wierzyciele	Analiza poziomu zdolności kredytowej przedsiębiorstwa oraz jego wypłacalności.
	Nabywcy	Pozyskiwanie danych o możliwości kontynuowania działalności ich dostawcy.
	Dostawcy	Uzyskiwanie informacji o kondycji finansowej ich odbiorcy, możliwości spłaty przez niego kredytu kupieckiego oraz możliwości kontynuacji jego działalności.
	Konkurenci	Ocena możliwości konkurencyjnych przedsiębiorstwa, jego udziału w rynku, zmian w przychodach ze sprzedaży itp.
	Spółeczność lokalna	Koncentracja na społecznej odpowiedzialności biznesu, tj. m.in. na: ochronie środowiska naturalnego, finansowaniu rozwoju regionalnego, tworzeniu nowych miejsc pracy, rozwoju lokalnej infrastruktury, dofinansowywaniu wydarzeń kulturowych odbywających się w danym regionie.
	Ubezpieczyciele	Ocena wyników finansowych jednostki i prowadzonej przez nią działalności z punktu widzenia korzyści finansowych ubezpieczyciela.
	Instytucje rządowe	Zbieranie informacji głównie do celów statystycznych i podatkowych.

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: I. Olchowicz, A. Tłaczała, *Sprawozdanie finansowe według krajowych i międzynarodowych standardów*, Difin, Warszawa 2008; M. Walczak, *Sprawozdawczość i analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, t. 1, Wydawnictwo Green, Łódź 2008, s. 16–18; M. Ambroziak, *Analiza sprawozdań finansowych*, t. 1, C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 93–96; A. Baltazar, P. Czarnecki, M. Majnusz, *Potrzeby użytkowników informacji finansowych*, [w:] S. Soják, P. Kozak (red.) *Rachunkowość przedsiębiorstw wobec wyzwań współczesnej gospodarki*, Uniwersytet Mikołaja Kopernika, Toruń 2006, s. 6; T. Waśniewski, W. Gos, *Rachunkowość w przedsiębiorstwie*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1997, s. 16

informacje o organach jednostki (zarządzie, radzie nadzorczej, akcjonariuszach), jak również dane dotyczące zatrudnienia i inne dodatkowe objaśnienia<sup>30</sup>;

- 5) zestawienie zmian w kapitale własnym – przedstawia zmiany, które zaszły w poszczególnych składnikach kapitału własnego;
- 6) sprawozdanie z działalności, będące raportem zarządu – jest to opis zdarzeń gospodarczych istotnie wpływających na przedsiębiorstwo, ważnych osiągnięć w dziedzinie badań i rozwoju, przewidywanego wzrostu i rozwoju jednostki gospodarczej, jak również prezentacja jej kondycji finansowej.

Ponadto, w przypadku sprawozdań finansowych sporządzanych wedle Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (MSR) należy wskazać również na sprawozdanie z całkowitych dochodów, które prezentuje łącznie tradycyjny wynik finansowy netto oraz wynik całkowity<sup>31</sup>.

Wskazać należy, iż nie wszystkie jednostki gospodarcze zobligowane są do przygotowywania wszystkich elementów sprawozdania finansowego. Podmioty zobowiązane do przygotowywania poszczególnych sprawozdań przedstawiono w tabeli 3.

Wśród sprawozdań finansowych jednostki zwrócić należy uwagę na sprawozdanie z całkowitych dochodów, które jest „najmłodszym” składnikiem sprawozdania finansowego wymaganego przez Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (MSSF). Obowiązek jego sporządzania wprowadziła Rada Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (International Accounting Standards Board – IASB) od 1 stycznia 2009 r. Wprowadzenie owego sprawozdania miało na celu zwiększenie użyteczności i przejrzystości prezentowania informacji o dokonaniach jednostki<sup>32</sup>.

Sprawozdanie finansowe sporządza się obowiązkowo na koniec każdego roku obrotowego. Ponadto, sprawozdanie finansowe należy sporządzić na dzień przed ogłoszeniem upadłości lub postawieniem jednostki w stan likwidacji. Jednostka gospodarcza ma obowiązek sporządzić sprawozdanie finansowe nie później niż w ciągu 3 miesięcy od dnia bilansowego, a zatwierdzić je nie później niż w ciągu 6 miesięcy od dnia bilansowego. Sprawozdanie finansowe (wraz z opinią biegłego rewidenta<sup>33</sup> oraz dokumentem dotyczącym podziału zysku lub pokrycia straty) składane jest w rejestrze sądowym w ciągu 15 dni od daty jego zatwierdzenia przez współników.

---

30 Szerzej: E. Nowak, *op. cit.*, s. 166–169; E. Dreliszek, D. Kania, *Informacja dodatkowa*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 2009, s. 166.

31 Sprawozdanie z całkowitych dochodów zostało szerzej omówione w części II.

32 Szerzej koncepcja dochodów całkowitych została zaprezentowana w rozdziale II.

33 Szerzej o rewizji sprawozdań finansowych w: G.K. Świdorska, W. Więctaw (red.), *Sprawozdanie finansowe bez tajemnic. Rachunkowość finansowa w praktyce*, Difin, Warszawa 2008, s. 1–21.

**Tabela 3.** Jednostki gospodarcze zobligowane do przygotowywania sprawozdania finansowego

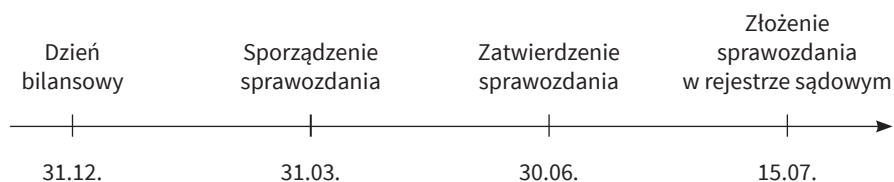
Elementy sprawozdania finansowego	Podmioty zobligowane do ich przygotowywania
<p>Bilans</p> <p>Rachunek zysków i strat</p> <p>Informacja dodatkowa</p>	<p>Przygotowują je podmioty ustawy o rachunkowości, czyli:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) spółki handlowe (osobowe i kapitałowe, w tym również w organizacji) oraz spółki cywilne, a także inne osoby prawne, z wyjątkiem Skarbu Państwa i Narodowego Banku Polskiego;</li> <li>2) osoby fizyczne, spółki cywilne osób fizycznych, spółki jawne osób fizycznych, spółki partnerskie oraz spółdzielnie socjalne, jeżeli ich przychody netto ze sprzedaży towarów, produktów i operacji finansowych za poprzedni rok obrotowy wyniosły co najmniej równowartość w walucie polskiej 1 200 000 euro;</li> <li>3) jednostki organizacyjne działające na podstawie Prawa bankowego, przepisów o obrocie papierami wartościowymi, przepisów o funduszach inwestycyjnych, przepisów o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej lub przepisów o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, bez względu na wielkość przychodów;</li> <li>4) gminy, powiaty, województwa i ich związki, a także państwowe, gminne, powiatowe i wojewódzkie: a) jednostki budżetowe, b) gospodarstwa pomocnicze jednostek budżetowych, c) zakłady budżetowe, d) fundusze celowe niemające osobowości prawnej;</li> <li>5) jednostki organizacyjne niemające osobowości prawnej;</li> <li>6) osoby zagraniczne, oddziały i przedstawicielstwa przedsiębiorców zagranicznych;</li> <li>7) jednostki niewymienione w punkcie 1–6, jeżeli otrzymują one na realizację zadań zleconych dotacje lub subwencje z budżetu państwa, budżetów jednostek samorządu terytorialnego lub funduszy celowych.</li> </ol>
<p>Rachunek przepływów pieniężnych</p> <p>Zestawienie zmian w kapitale własnym</p>	<p>Przygotowują je jednostki, których sprawozdanie finansowe podlega corocznemu badaniu przez biegłego rewidenta. Obowiązek badania dotyczy:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) rocznego skonsolidowanego sprawozdania finansowego grup kapitałowych;</li> <li>2) rocznego sprawozdania finansowego kontynuujących działalność: banków, zakładów ubezpieczeń oraz zakładów reasekuracji, jednostek działających na podstawie przepisów o obrocie papierami wartościowymi oraz przepisów o funduszach inwestycyjnych, jednostek działających na podstawie przepisów o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, spółek akcyjnych, z wyjątkiem spółek będących na dzień bilansowy w organizacji.</li> </ol> <p>Obowiązkowo (niezależnie od sumy aktywów, wysokości przychodów czy wielkości zatrudnienia) muszą poddać badaniu swoje sprawozdania finansowe również te jednostki (tj. wszystkie osoby prawne i osoby fizyczne oraz spółki osobowe i cywilne osób fizycznych) prowadzące księgi rachunkowe, które dla celów podatkowych wybrały bilansową metodę ustalania różnic kursowych.</p>

Tab. 3. cd.

Elementy sprawozdania finansowego	Podmioty zobligowane do ich przygotowywania
Rachunek przepływów pieniężnych  Zestawienie zmian w kapitale własnym	<p>Ponadto, badaniu podlegają roczne sprawozdania finansowe kontynuujących działalność pozostałych jednostek, które w poprzedzającym roku obrotowym, za który sporządzono sprawozdania finansowe, spełniły co najmniej dwa z następujących warunków:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) średnioroczne zatrudnienie w przeliczeniu na pełne etaty wyniosło co najmniej 50 osób;</li> <li>2) suma aktywów bilansu na koniec roku obrotowego stanowiła równowartość w walucie polskiej co najmniej 2 500 000 euro;</li> <li>3) przychody netto ze sprzedaży towarów i produktów oraz operacji finansowych za rok obrotowy stanowiły równowartość w walucie polskiej co najmniej 5 000 000 euro.</li> </ol> <p>Do jednostek, które są zobowiązane do poddania badaniu rocznego sprawozdania finansowego po spełnieniu ww. warunków, można zaliczyć przede wszystkim: spółki z o.o., spółki jawne, komandytowe, komandytowo-akcyjne, partnerskie, cywilne oraz przedsiębiorstwa osób fizycznych.</p>
Sprawozdanie z działalności	Obowiązek sporządzania tego sprawozdania dotyczy przede wszystkim: spółek kapitałowych, spółek komandytowo-akcyjnych, товариств ubezpieczeń wzajemnych, товариств reasekuracji wzajemnej, spółdzielni i przedsiębiorstw państwowych.

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości [U. o r.], Dz.U. 2002 r., Nr 76, poz. 694, z późn. zm.

Sprawozdanie finansowe jednostek, które mają obowiązek jego ogłaszania, a nie muszą go składać do KRS-u (m.in. spółki cywilne oraz osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą), od 1 stycznia 2013 r. ogłaszane jest w Monitorze Sądowym i Gospodarczym (wcześniej w „Monitorze Polski B”). Przykładowe terminy przygotowania i zatwierdzenia sprawozdania finansowego przedsiębiorstwa, którego rok obrotowy pokrywa się z rokiem kalendarzowym przedstawiono na rys. 5.



**Rysunek 5.** Najważniejsze terminy związane z przygotowaniem sprawozdania finansowego

**Źródło:** opracowanie własne

Sprawozdanie finansowe pełni szereg istotnych funkcji. Do **najważniejszych funkcji sprawozdania finansowego** należą<sup>34</sup>:

- a) funkcja informacyjna – wiąże się ona z teorią sygnalizacji i teorią asymetrii informacji. Polega na przekazywaniu interesariuszom informacji dotyczących sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, jak również jego zamierzeń rozwojowych. Na podstawie przekazanych informacji grupy interesu podejmują decyzje inwestycyjne, jak i decyzje o współpracy gospodarczej;
- b) funkcja zarządcza – sprawozdanie finansowe dostarcza kadrze menedżerskiej informacji dotyczących kondycji finansowej jednostki, które wykorzystywane są w procesie decyzyjnym;
- c) funkcja kontrolna – związana jest m.in. z teorią agencji i rozdzielaniem własności od zarządzania przedsiębiorstwem. Analiza informacji przedstawionych w sprawozdaniu finansowym pozwala właścicielom na kontrolę wyników osiągniętych przez przedsiębiorstwo (kierowane przez tzw. agentów), realizację celów organizacji, jak i celów jej właścicieli;
- d) funkcja analityczna – sprawozdanie finansowe dostarcza podstawowych i zarazem najważniejszych danych finansowych wykorzystywanych przez interesariuszy w celu przeprowadzenia *ex post* analizy ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa<sup>35</sup>;
- e) funkcja planistyczna – wykorzystując dane historyczne zawarte w sprawozdaniu finansowym, planiści mogą przygotowywać dłu- go-, średnio- i krótkoterminowe plany (w szczególności plany finansowe, inwestycyjne, jak również biznesplan);
- f) funkcja statystyczna – informacje zawarte w sprawozdaniach finansowych mogą służyć również do celów statystycznych;
- g) funkcja motywacyjna – konieczność sporządzania sprawozdania finansowego i związana z nią kontrola kadry zarządzającej w zakresie realizacji celów przedsiębiorstwa oraz celów jego właścicieli wiąże się również z motywacją zarządu. Realizacja wskazanych celów jest podstawą do wypłacenia zarządowi premii i udzielenia mu absolutorium.

---

34 Por.: P. Staszkiwicz, *Sprawozdawczość ostrożnościowa i finansowa firm inwestycyjnych*, Wolters Kluwer business, Warszawa 2014, s. 25–33; J. Samelak, *Polityka rachunkowości według MSSF i ustawy o rachunkowości a wiarygodność oraz porównywalność sprawozdań finansowych*, „Monitor Rachunkowości i Finansów” 2006, nr 11, s. 10–13.

35 Szerzej: M.S. Fridson, F. Alvarez, *Financial Statement Analysis: A Practitioner's Guide*, 4th edition, Wiley 2011, s. 400.

Sprawozdanie finansowe sporządza się według zasad określonych mianem zasad rachunkowości. Najczęściej wskazywanymi w literaturze przedmiotu **zasadami rachunkowymi** są<sup>36</sup>:

- 1) **zasada wyższości treści nad formą** – polega na tym, że jednostki mają obowiązek stosowania przyjętej polityki rachunkowości, rzetelnie i jasno przedstawiać sytuację majątkową oraz finansową jednostki, jak również wypracowany wynik finansowy. Według tej zasady zdarzenia gospodarcze należy ujmować w księgach rachunkowych i wykazywać w sprawozdaniu finansowym zgodnie z ich treścią ekonomiczną<sup>37</sup>;
- 2) **zasada ciągłości** – mówi o tym, że przyjęte zasady rachunkowości należy stosować w sposób ciągły, dokonując w kolejnych latach obrotowych takiego samego grupowania operacji gospodarczych, sposobu wyceny aktywów i pasywów, w tym także dokonywania odpisów amortyzacyjnych lub umorzeniowych, ustalania wyniku finansowego i sporządzania sprawozdań finansowych tak, aby informacje za kolejne lata mogły być porównywalne. Ponadto, stany aktywów i pasywów wykazywane w księgach rachunkowych na dzień ich zamknięcia należy ująć w tej samej wysokości w księgach rachunkowych jednostki otwartych na następny rok obrotowy;
- 3) **zasada kontynuacji działania** – polega na stosowaniu przyjętych zasad rachunkowości przy założeniu, że przedsiębiorstwo będzie w najbliższej przyszłości kontynuowało działalność w niezmińszonym zakresie, bez postawienia tegoż przedsiębiorstwa w stan likwidacji lub upadłości<sup>38</sup>;
- 4) **zasada memoriału** – stanowi, że w księgach rachunkowych jednostki należy ująć wszystkie osiągnięte, przypadające na jej rzecz przychody i obciążające ją koszty, związane z tymi przychodami, które dotyczą danego okresu obrotowego. Ujęcie wszystkich przy-

---

36 Szerzej: E. Walińska, *Zasady wyceny bilansowej i ustalania wyniku*, Centrum Controllingu i Analiz Ekonomicznych Sp. z o. o., Łódź 2002, s. 27–43; B. Piotrowska, *Jakie zasady obowiązują przy sporządzaniu sprawozdania finansowego*, „Gazeta Prawna”, 13.02.2008, nr 31; C. Paczuła, *Rachunkowość, finanse i bilanse w praktyce przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Prawnicze LexisNexis, Warszawa 2005, s. 27–30; E. Kalwasińska, D. Maciejowska, *Rachunkowość finansowa w teorii i praktyce według polskiego prawa bilansowego*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2011, s. 24–37; K. Czubakowska, *Rachunkowość według prawa bilansowego*, C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 28–35; E. Nowak, *Rachunkowość – kurs podstawowy*, PWE, Warszawa 2002, s. 17–21.

37 Por. U. o r. art. 4, ust. 2.

38 *Ibidem*, art. 5, ust. 2.

chodów i kosztów okresu następuje niezależnie od terminu wpływu przychodów i pokrycia kosztów<sup>39</sup>;

- 5) **zasada współmierności przychodów i związanych z nimi kosztów** – mówi o tym, że do aktywów lub pasywów danego okresu sprawozdawczego zalicza się koszty lub przychody dotyczące przyszlých okresów oraz przypadające na ten okres sprawozdawczy koszty, które jeszcze nie zostały poniesione;
- 6) **zasada ostrożności** – polega na tym, że w wyniku finansowym – bez względu na jego wysokość – należy uwzględnić: zmniejszenia wartości użytkowej lub handlowej składników aktywów (w tym również dokonywane w postaci odpisów amortyzacyjnych lub umorzeniowych), wyłącznie niewątpliwe pozostałe przychody operacyjne i zyski nadzwyczajne, wszystkie poniesione pozostałe koszty operacyjne i straty nadzwyczajne, rezerwy na znane jednostce ryzyko, grożące straty oraz skutki innych zdarzeń.
- 7) **zasada indywidualnej wyceny** – mówi o tym, że wartość poszczególnych składników aktywów i pasywów, przychodów i związanych z nimi kosztów, jak również zysków i strat nadzwyczajnych ustalana jest oddzielnie (zakaz kompensat);
- 8) **zasada istotności** – polega na tym, że dokonując wyboru rozwiązań dopuszczonych ustawą i dostosowując je do potrzeb jednostki, należy zapewnić wyodrębnienie w rachunkowości wszystkich zdarzeń istotnych dla oceny sytuacji majątkowej i finansowej oraz wyniku finansowego jednostki<sup>40</sup>.

Zasady sprawozdawczości finansowej są regulowane przez ustawę o rachunkowości (U. o r.) oraz krajowe i międzynarodowe standardy rachunkowe (MSR-y oraz MSSF-y)<sup>41</sup>.

Wśród najważniejszych **pozaewidencyjnych materiałów źródłowych**, niezbędnych do przeprowadzenia analizy fundamentalnej, wyróżnić można<sup>42</sup>:

- plany długo- i krótkoterminowe (w tym również biznesplany),
- wielkości postulowane (np. kosztorysy oraz kalkulacje wstępne),
- wyniki dotychczasowych analiz fundamentalnych,
- protokoły (np. z posiedzeń, zebrań),
- wnioski pokontrolne,
- sprawozdania zarządu i rady nadzorczej,

39 *Ibidem*, art. 6, ust. 1.

40 *Ibidem*, art. 4, ust. 4 i art. 8, ust. 1.

41 Szerzej: I. Olchowicz, A. Tłaczała, *op. cit.*; E. Walińska, *Międzynarodowe standardy rachunkowości*, Oficyna Ekonomiczna Grupa Wolters Kluwer, Kraków 2007, s. 250.

42 M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 42.

- informacje uzyskiwane w drodze wywiadu bezpośredniego z interesariuszami spółki (np. pracownikami, kontrahentami, wierzycielami).

W prawidłowym przeprowadzeniu analizy fundamentalnej istotną rolę odgrywają również informacje zebrane przez inne niż przedsiębiorstwo podmioty. Podmioty te są zwykle jednostkami niezależnymi względem analizowanego przedsiębiorstwa. **Zewnętrzne materiały źródłowe** dostarczają z reguły informacji zarówno o otoczeniu analizowanego przedsiębiorstwa (tj. otoczeniu zewnętrznym dalszym i otoczeniu konkurencyjnym podmiotu gospodarczego), jak i o samym przedsiębiorstwie<sup>43</sup>. Zasadniczą rolą tych materiałów jest umożliwienie analitykowi porównania badanej jednostki z innymi podmiotami prowadzącymi działalność na danym rynku oraz przekazanie mu informacji o warunkach panujących w danym sektorze/branży. Zewnętrzne materiały źródłowe warunkują również porównanie wartości wewnętrznej akcji i ich kursu rynkowego. W szczególności, te źródła informacji wykorzystywane są w procesie wyceny przedsiębiorstwa metodami porównawczymi (rynkowymi). Podstawowe zewnętrzne źródła informacji wykorzystywanych w analizie fundamentalnej przedstawiono w tabeli 4.

**Tabela 4.** Zewnętrzne źródła informacji w analizie fundamentalnej

Jednostki dostarczające informacji	Krótka charakterystyka jednostek i informacji przez nich dostarczanych
Krajowy Rejestr Sądowy (KRS)	<p>KRS działa od 1 stycznia 2001 r. W odróżnieniu od rejestru handlowego (który zastąpił), Krajowy Rejestr Sądowy daje możliwość uzyskania informacji o każdym przedsiębiorcy, który podlega obowiązkowi wpisu do KRS-u w formie odpisu, wyciągu lub odpowiedniego zaświadczenia w kilkudziesięciu ekspozyturach Centralnej Informacji Krajowego Rejestru Sądowego na terenie całego kraju.</p> <p>KRS to rejestr składający się z:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) rejestru przedsiębiorców (tu wpisuje się w szczególności: spółki jawne, spółki partnerskie, spółki komandytowe, spółki komandytowo-akcyjne, spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, spółki akcyjne, spółdzielnie, przedsiębiorstwa państwowe, jednostki badawczo-rozwojowe, przedsiębiorców tzw. zagranicznych, towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych, inne osoby prawne, jeżeli wykonują działalność gospodarczą);</li> </ol>

<sup>43</sup> Por.: M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2014, s. 42–44; T. Dudycz, S. Wrzosek, *Analiza finansowa. Problemy metodyczne w ujęciu praktycznym*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2000, s. 19–28.

	<p>2) rejestru stowarzyszeń i innych organizacji społecznych i zawodowych, fundacji, publicznych zakładów opieki społecznej;</p> <p>3) rejestru dłużników niewypłacalnych (jego celem jest rejestracja, a następnie publiczne ujawnianie przypadków niesolidności lub nieudolności w spłacie długów, fakty przymusowego egzekwowania takich długów z wykorzystaniem egzekucji administracyjnej i cywilnej, jak również ogłoszenia upadłości i inne zdarzenia istotne w postępowaniu upadłościowym).</p> <p>Rejestr ten pełni dwie następujące funkcje:</p> <p>a) informacyjną (KRS stanowi ogólnopolską bazę danych o podmiotach uczestniczących w obrocie gospodarczym. Jego celem jest udostępnianie zainteresowanym podmiotom informacji o sytuacji finansowej jednostek gospodarczych);</p> <p>b) legislacyjną (polegającą na rejestracji podmiotu gospodarczego, która umożliwia prowadzenie dalszych czynności prawnych).</p>
Agencje informacyjne	<p>Należą do nich takie jednostki, jak:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) agencje ratingowe, takie jak: Moody's, Standard &amp; Poor's (oceniają one sytuację finansową jednostek, wpływając jednocześnie na decyzje inwestycyjne właścicieli kapitału);</li> <li>2) wywiadownie gospodarcze/handlowe, takie jak: Dun &amp; Bradstreet, InfoCredit, Infodata (odpłatnie zajmują się zbieraniem wszelkich informacji związanych z wszechstronną oceną wskazanego kontrahenta lub rynku. Oferowane przez nich usługi są źródłem informacji o potencjale i wiarygodności kontrahentów);</li> <li>3) firmy audytorskie, np. Deloitte, Pricewaterhouse Coopers, Ernst &amp; Young (dostarczają informacji o kondycji finansowej jednostki);</li> <li>4) firmy konsultingowe (np. Boston Consulting Group);</li> <li>5) prasowe agencje informacyjne (np. Polska Agencja Prasowa).</li> </ol>
Główny Urząd Statystyczny (GUS) Ministerstwa, Instytucje rządowe, Instytuty naukowo-badawcze	<p>GUS to centralny organ administracji powołany do życia w 1918 r. Zajmuje się on zbieraniem i udostępnianiem informacji statystycznych na temat większości dziedzin życia publicznego oraz niektórych aspektów życia prywatnego. Do przekazywania danych obligują go odpowiednie przepisy prawa (tj. ustawa o statystyce publicznej oraz ogłaszany corocznie Program Badań Statystycznych). Dane mogą być udostępniane przez GUS tylko w formie zagregowanej, która uniemożliwia identyfikację pojedynczych respondentów.</p> <p>GUS prowadzi kilka centralnych rejestrów m.in. Krajowy Rejestr Urzędowy Podmiotów Gospodarki Narodowej (REGON) oraz Krajowy Rejestr Urzędowy Podziału Terytorialnego Kraju (TERYT).</p> <p>GUS ogłasza komunikaty i informacje dotyczące najważniejszych wskaźników charakteryzujących sytuację społeczno-gospodarczą kraju, natomiast jego zadaniem nie jest prowadzenie badań opinii publicznej. GUS oraz inne wskazane jednostki publikują następujące materiały:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) roczniki statystyczne,</li> <li>2) Dzienniki Urzędowe,</li> <li>3) opracowania statystyczne,</li> <li>4) raporty statystyczne.</li> </ol> <p>Dodatkowymi źródłami informacji mogą być poszczególne ministerstwa, Biuletyn Informacji Publicznej (BIP) oraz instytuty naukowo badawcze.</p>

Tabela 4. cd.

Jednostki dostarczające informacji	Krótka charakterystyka jednostek i informacji przez nich dostarczanych
Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW)	<p>Pierwsza sesja giełdowa na warszawskim parkiecie miała miejsce 16 kwietnia 1991 r. Zadaniem GPW jest organizacja obrotu instrumentami finansowymi. Giełda zapewnia koncentrację w jednym miejscu i czasie ofert kupujących i sprzedających w celu wyznaczenia kursu i realizacji transakcji.</p> <p>Działalność we wszystkich segmentach równoznaczna jest z organizowaniem i prowadzeniem obrotu na następujących rynkach:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Główny Rynek GPW (obróć akcjami, innymi instrumentami finansowymi o charakterze udziałowym oraz innymi instrumentami rynku kasoowego, a także instrumentami pochodnymi),</li> <li>• NewConnect (obróć akcjami i innymi instrumentami finansowymi o charakterze udziałowym małych i średnich spółek),</li> <li>• Catalist (obróć obligacjami korporacyjnymi, komunalnymi, spółdzielczymi, skarbowymi, listami zastawnymi prowadzony przez GPW i BondSpot),</li> <li>• Treasury BondSpot Poland (hurtowy obróć obligacjami skarbowymi prowadzony przez BondSpot),</li> <li>• Rynek Energii GPW (Rynek Dobowo-Godzinowy Energii Elektrycznej, Rynek Terminowy Energii Elektrycznej).</li> </ul> <p>Od I kwartału 2012 r. GPW dodatkowo organizuje i prowadzi obróć na rynkach prowadzonych przez Towarową Giełdę Energii S.A. („TGE”, „TGE S.A.”):</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Rynki Energii (Rynek Dnia Bieżącego, Rynek Dnia Następnego, Rynek Terminowy Towarowy, Aukcje energii),</li> <li>• Rynek Praw Majątkowych,</li> <li>• Rynek Uprawnień do Emisji CO<sub>2</sub>.</li> </ul> <p>Warszawski parkiet publikuje m.in. następujące materiały informacyjne:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) roczniki giełdowe,</li> <li>2) dane o indeksach giełdowych,</li> <li>3) analizy społeczno-ekonomiczne.</li> </ol> <p>Duża ilość informacji o spółkach publicznych dostarczana jest przez Elektroniczny System Przekazywania Informacji (ESPI).</p>
Banki	<p>Przygotowują zróżnicowane opracowania i publikacje głównie na ich własne potrzeby w celu ograniczenia ryzyka bankowego.</p> <p>W Polsce niektóre opracowania banków udostępniane są przez Związek Banków Polskich będący samorządową organizacją banków powołaną do życia w styczniu 1991 r. Członkostwo w ZBP ma charakter dobrowolny i obejmuje banki działające na obszarze Rzeczypospolitej Polskiej, utworzone i działające na podstawie prawa polskiego.</p> <p>Do zadań Związku należy w szczególności:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) tworzenie sprzyjających warunków organizacyjnych i prawnych rozwoju sektora bankowego poprzez współdziałanie z organami Państwa,</li> </ol>

	2) organizowanie współdziałania banków na rzecz rozwoju sektora bankowego i infrastruktury międzybankowej, 3) podejmowanie działań na rzecz tworzenia i rozwoju instytucji obsługujących sektor bankowy.
Specjalistyczne publikacje prasowe (ogólne i fachowe)	Należą do nich m.in.: <i>Parkiet</i> , <i>Almanach spółek giełdowych</i> , <i>Nasz Rynek Kapitałowy</i> , <i>Lista top 500</i> .
Źródła internetowe	Do najważniejszych źródeł internetowych zaliczamy: 1) portale finansowe, 2) internetowe bazy danych, 3) internetowe wydania prasy specjalistycznej, 4) strony internetowe przedsiębiorstw, 5) portale edukacyjne (np. portal edukacyjny Giełdy Papierów Wartościowych i Ministerstwa Skarbu Państwa).

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: Ustawa z dnia 20 sierpnia 1997 r. o Krajowym Rejestrze Sądowym, Dz.U. 2001 r., Nr 17, poz. 209, z późn. zm.; Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o statystyce publicznej, Dz.U. 1995 r., Nr 88, poz. 439, z późn. zm., [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl), [www.zbp.pl](http://www.zbp.pl); M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 47–49; M. Jerzemowska, *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2004, s. 42

### 3. Problemy

Po zapoznaniu się z materiałem tej części, odpowiedz na najważniejsze kwestie zawarte w poszczególnych punktach.

- 1) Scharakteryzuj czynniki fundamentalne.
- 2) Podaj definicje analizy fundamentalnej.
- 3) Wskaż główne cele analizy fundamentalnej.
- 4) Scharakteryzuj podstawowe cechy analizy fundamentalnej.
- 5) Scharakteryzuj poszczególne etapy analizy fundamentalnej.
- 6) Porównaj analizę sektorową z analizą sytuacyjną przedsiębiorstwa.
- 7) Omów istotę sprawozdawczości finansowej i jej narzędzia.
- 8) Wymień elementy sprawozdania finansowego i wskaż jednostki gospodarcze zobligowane do ich przygotowania.
- 9) Omów podstawowe zasady rachunkowości finansowej.
- 10) Wymień i opisz wewnętrzne i zewnętrzne źródła informacji w analizie fundamentalnej.

## 4. Pytania testowe

Po zapoznaniu się z materiałem tej części określ prawdziwość poniższych stwierdzeń.

- 1) Za czynniki fundamentalne można uznać te, które decydują o sytuacji ekonomiczno-finansowej spółki oraz o możliwościach jej rozwoju.
- 2) Analiza fundamentalna stanowi krótkookresową ocenę kondycji ekonomiczno-finansowej spółki oraz jej pozycji na rynku.
- 3) Wartość wewnętrzna akcji to cena, która jest porównywana z jej wartością rynkową na giełdzie w momencie jej kupna lub sprzedaży.
- 4) Zadaniem analityków giełdowych jest określenie odchylenia między wewnętrzną ceną akcji a jej ceną rynkową.
- 5) Jeśli poziom bieżącego kursu giełdowego akcji jest niższy od jej wartości wewnętrznej to oznacza, że walory tej spółki są niedoszacowane.
- 6) Analiza sektorowa ocenia atrakcyjność inwestowania w akcje w zależności od ogólnej sytuacji ekonomicznej w gospodarce.
- 7) Głównym celem analizy sytuacyjnej jest ocena spółki na tle całej gałęzi.
- 8) Najczęściej wykorzystywaną techniką analizy sytuacyjnej spółki jest analiza wskaźnikowa.
- 9) Wewnętrzne materiały źródłowe to materiały ewidencyjne, a zewnętrzne materiały źródłowe to materiały pozaewidencyjne.
- 10) Głównym ewidencyjnym źródłem informacji koniecznym do prawidłowego przeprowadzenia analizy fundamentalnej jest sprawozdawczość finansowa.
- 11) Każda jednostka gospodarcza zobligowana jest do przygotowania wszystkich elementów sprawozdania finansowego.
- 12) Bilans jest zestawieniem majątku jednostki oraz źródeł jego finansowania za rok.
- 13) Rachunek zysków i strat jest to sprawozdanie pokazujące przychody, koszty oraz wyniki finansowe jednostki wygenerowane w danym okresie bilansowym.
- 14) Zasada kontynuacji działania mówi o tym, że przyjęte zasady rachunkowości należy stosować w sposób ciągły.
- 15) Zewnętrzne materiały źródłowe dostarczają z reguły informacji o otoczeniu analizowanego przedsiębiorstwa, jak i o samym przedsiębiorstwie.

## ROZDZIAŁ II

# ANALIZA FINANSOWA PRZEDSIĘBIORSTWA

## 1. Analiza finansowa – istota i rodzaje oceny kondycji finansowej

**Analiza finansowa** jest częścią analizy ekonomicznej. Dotyczy ona badania zjawisk i procesów związanych ze środkami finansowymi, generowaniem i gromadzeniem kapitału, przepływami pieniężnymi wewnątrz spółki oraz ich wpływem poza przedsiębiorstwo<sup>1</sup>. Jest ona jednym z narzędzi zarządzania oraz systemu metod oceny działalności przedsiębiorstwa<sup>2</sup>. Zadaniem analizy finansowej jest dostarczanie szerokiego gronu odbiorców informacji o sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, przedstawianej często na tle rezultatów działalności danego sektora gospodarczego. Informacje te są podstawą do podejmowania istotnych decyzji nie tylko dla kierownictwa spółki, ale również różnorodnych grup interesu (tzw. *stakeholders*). Do **adresatów analizy finansowej** zaliczamy m.in.<sup>3</sup>:

- a) zarząd spółki – któremu analiza finansowa dostarcza informacji o wynikach działania jednostki i stanowi podstawę do podejmowania decyzji kierowniczych. Analiza ta spełnia wobec kierow-

---

1 D. Wędzki, *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, Wolter Kluwer Polska, T. 2, Kraków 2009, s. 17–20; M. Jerzemowska, *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2004, s. 444–446.

2 K. Sawicki (red.), *Polityka bilansowa i analiza finansowa. Nowoczesne instrumenty zarządzania firmą*, Ekspert Wydawnictwo i Doradztwo, Wrocław 2002, s. 117–121.

3 Por.: D. Wędzki, *op. cit.*, s. 15–23; T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2004, s. 8–9; M. Hamrol, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Ujęcie sytuacyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2010, s. 11–14; H. Buk (red.), *Sprawozdawczość i analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2005, s. 36–40.

nictwa firmy następujące funkcje: informacyjną, motywacyjną, kontrolną i koordynacyjną;

- b) kredytodawców – analiza finansowa pozwala ocenić im ryzyko finansowe związane z udzieleniem kredytu czy pożyczki wybranemu przedsiębiorstwu, a następnie ułatwia wierzycielowi monitorowanie wypłacalności dłużnika;
- c) odbiorców i dostawców – którym analiza finansowa dostarcza informacji o m.in. o płynności finansowej i wypłacalności kontrahentów, terminowości realizowanych dostaw, jak również pozwala podjąć decyzje o rozpoczęciu współpracy czy udzieleniu kredytu kupieckiego;
- d) właścicieli/inwestorów – w spółkach kapitałowych, w których nastąpiło oddzielenie własności od zarządzania, analiza finansowa jest dla właścicieli źródłem informacji o stanie posiadanej przez nich spółki i efektywności pomnażania zainwestowanego przez nich majątku. Jest to szczególnie widoczne w przypadku spółek publicznych, czyli takich, których akcje notowane są na giełdzie. Ponadto, analiza finansowa ułatwia potencjalnym inwestorom podjęcie decyzji dotyczącej zbudowania najbardziej rentownego portfela inwestycyjnego. Ma ona zatem istotne znaczenie dla efektywnego inwestowania w wartość przedsiębiorstwa i prawidłowego przeprowadzania jego wyceny. Wycena przedsiębiorstwa jest bowiem oparta m.in. na znajomości różnych współczynników oceny kondycji finansowej. W szczególności dotyczy to analizy rentowności, ryzyka oraz płynności finansowej przedsiębiorstw, tak silnie związanych z dochodowymi interpretacjami wartości kapitału przedsiębiorstwa;
- e) audytorów – np. biegłych rewidentów, którzy mogą ją wykorzystać do oceny poprawności skonstruowania sprawozdania finansowego;
- f) urzędy (statystyczne, skarbowe itp.).

Różni interesariusze w odmienny sposób postrzegają i wykorzystują analizę finansową. Jest ona stosowana zależnie od potrzeb jej odbiorcy, tzn. jako część składowa:

- finansów przedsiębiorstwa, która pomaga kierownictwu w zrozumieniu zasad zarządzania finansami i wykształceniu zdolności do ich stosowania w praktyce;
- analizy fundamentalnej, wykorzystywanej w procesie inwestowania w akcje spółek; jest źródłem wiedzy dla inwestorów;
- *due dilligence* w procesie inwestycji (*venture capital* lub *private equity*), w fuzjach i przejęciach uzasadnia planowane stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału;

- biznesplanu jest stosowana w planowaniu działalności gospodarczej;
- dokumentu finansowego jest pomocna w określaniu, a następnie w realizacji polityki finansowej;
- systemu informacji wewnętrznej firmy jest istotna w komunikacji między właścicielami a kadrą zarządzającą;
- systemu informacji zewnętrznej służy do ocen dokonywanych przez kontrahentów i stanowi istotną podstawę podejmowania decyzji w procesie udzielania kredytu kupieckiego lub przed przyjęciem większego zlecenia;
- narzędzi w operacyjnym i strategicznym zarządzaniu firmą, służy podejmowaniu decyzji operacyjnych i strategicznych.

Do poprawnego przeprowadzenia analizy finansowej potrzebne są wiarygodne, dokładne i aktualne **materiały źródłowe**<sup>4</sup>. Rzetelność wyników analizy jest uzależniona od prawdziwości informacji będących jej podstawą, i decyduje o jakości przeprowadzonej analizy<sup>5</sup>. Wiarygodność danych może bowiem nie być zachowana w dwóch przypadkach: a) w wyniku celowych działań, mających na celu zafałszowanie faktycznej kondycji finansowej bądź b) na skutek nieumyślnej pomyłki.

Źródła danych do analizy finansowej dzielimy na ilościowe (finansowe i pozafinansowe) oraz jakościowe<sup>6</sup>.

Do **ilościowych źródeł informacji** zaliczymy<sup>7</sup>:

a) finansowe źródła informacji, tj.:

- sprawozdania finansowe (bilans, rachunek zysków i strat, *cash flow*) i raporty roczne,
- sprawozdania miesięczne, kwartalne i półroczne,
- prospekty emisyjne,
- zagregowane dane finansowe,
- specyfikowane dane giełdowe,

---

4 W. Gabrusewicz, *Podstawy analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2005, s. 34–36; M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 42–44; T. Dudyc, S. Wrzosek, *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2004, s. 19–28; L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj, E. Kurtys, T. Waśniowski, B. Wersty, *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2003, s. 21–27.

5 L. Bednarski, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 1999, s. 32.

6 Dane wykorzystywane do przeprowadzania analizy finansowej można również podzielić na wewnętrzne (zawierające informacje z wnętrza przedsiębiorstwa) oraz zewnętrzne (zawierające informacje pochodzące z otoczenia przedsiębiorstwa). Por.: W. Gabrusewicz, *Podstawy...*, s. 34.

7 Inny podział ilościowych materiałów źródłowych to podział na materiały ewidencyjne i pozaewidencyjne. Por.: M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 42–44; L. Bednarski, *op. cit.*, s. 33.

- prognozy finansowe,
- prognozy zarządzających;
- b) pozafinansowe źródła informacji, tj.:
  - raporty dotyczące produkcji, podaży i popytu,
  - statystyka zatrudnionych,
  - oficjalna statystyka ekonomiczna (raporty GUS-u i WUS-ów).

Do **jakościowych źródeł informacji** należą:

- opinie dyrektorów i audytorów sprawozdań finansowych,
- informacje pochodzące od kompetentnych pracowników<sup>8</sup>,
- zarządzenia dyrekcji,
- zalecenia analityków finansowych,
- zlecenia finansowe i kontrakty handlowe,
- niezależne kredytowe oszacowania,
- niezależne wyceny,
- kontakty personalne,
- doświadczenie zawodowe, branżowe.

Podstawowy **podział analizy finansowej** – dokonywany ze względu na metodologię jej przeprowadzania – jest trójstopniowy. Wyróżniamy tu<sup>9</sup>:

- a) analizę wstępną,
- b) analizę wskaźnikową oraz
- c) analizę mierników syntetycznych (zob. rys. 1).

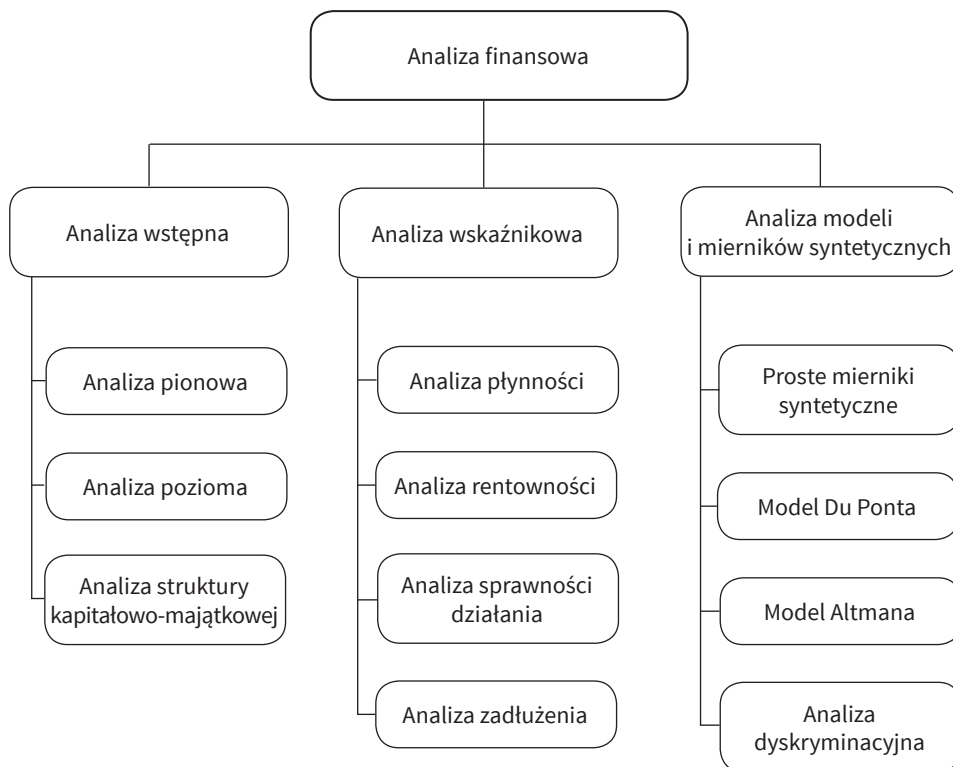
**Analiza wstępna sprawozdania finansowego** ma na celu dostarczenie podstawowych informacji o stanie i zmianach, jakie zachodziły w przedsiębiorstwie w danym okresie badawczym. Jest ona uzupełnieniem analizy wskaźnikowej. Analiza wstępna dzieli się na<sup>10</sup>:

- a) **analizę pionową**, której istota polega na ustalaniu procentowego udziału badanej wartości w wartości zagregowanej. Analiza pionowa wykonywana jest zawsze w ramach jednego dokumentu sprawozdawczego i dla jednego okresu badawczego, np. danego roku obrotowego. Jej zasadniczym celem jest określenie głównych obszarów zaangażowania przedsiębiorstwa;
- b) **analizę poziomą**, która pozwala ocenić zmiany zachodzące w przedsiębiorstwie w poszczególnych latach. Główną rolę odgrywa w niej badanie dynamiki lub tempa zmian wybranych wielkości

8 M. Walczak (red.), *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Difin, Warszawa 2003, s. 72.

9 Na podstawie: H. Buk (red.), *Sprawozdawczość i analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2005, s. 156–170; B. Kotowska, A. Uziębło, O. Wyszowska-Kaniewska, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie – przykłady, zadania i rozwiązania*, CeDeWu, Gdańsk, 2013, s. 7–10; T. Waśniowski, W. Skoczylas, *Teoria i praktyka analizy finansowej...*, s. 467–483; M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009, s. 67–121.

10 M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena...*, 67–121; M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 65–113.



**Rysunek 1.** Podstawowy podział analizy finansowej

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: H. Buk (red.), *Sprawozdawczość i analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2005, s. 156–170; B. Kotowska, A. Uziębło, O. Wyszowska-Kaniewska, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie – przykłady, zadania i rozwiązania*, CeDeWu, Gdańsk 2013, s. 7–10; T. Waśniewski, W. Skoczyła, *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2004, s. 467–483; M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009, s. 67–121

finansowych. W ramach analizy poziomej ocenia się zatem zmianę poszczególnych wartości liczbowych w czasie, każdorazowo w ramach jednego dokumentu, dla kilku (co najmniej dwóch) następujących po sobie okresów.

- c) **analizę struktury kapitałowo-majątkowej**, podczas której wylicza się i interpretuje m.in. następujące wskaźniki:
- wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałem własnym,
  - wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałem stałym,
  - wskaźnik pokrycia aktywów obrotowych zobowiązaniami bieżącymi,

- udział kapitału obrotowego netto w finansowaniu aktywów ogółem,
- wskaźnik udziału kapitału obrotowego netto w finansowaniu aktywów obrotowych.

Ponadto, podczas wstępnej analizy finansowej można także określić źródła finansowania majątku, jak również przeprowadzić wycenę bilansową<sup>11</sup>.

Rozwinięciem wstępnej analizy sprawozdań finansowych jest **analiza wskaźnikowa**<sup>12</sup>. Analiza ta przedstawia relacje i związki określonych wielkości finansowych, a jej podstawowym instrumentem są wskaźniki finansowe. Konstruowanie i wyliczanie tych wskaźników służy badaniu m.in.: płynności finansowej, rentowności przedsiębiorstwa, obrotowości, zadłużenia i zdolności przedsiębiorstwa do obsługi długu, jak również oceny rynkowej wartości akcji i kapitału.

W analizie wskaźnikowej stosuje się szereg różnorodnych wskaźników. Mogą one przyjmować formę:

- bezwzględną – najczęściej wyrażoną w wartościach pieniężnych,
- względną – opartą na ilorazie wskaźników bezwzględnych, ich sum lub różnic.

Wskaźniki można także dzielić na<sup>13</sup>:

- statyczne – charakteryzujące stan finansowy jednostki na dany moment oraz
- dynamiczne – opisujące wyniki przedsiębiorstwa w pewnym okresie.

Uzyskane w toku analizy wartości wskaźników często same w sobie nie mają dużych wartości poznawczych. Aby konkretny wskaźnik dostarczał użytecznych informacji, musi mieć odpowiedni punkt odniesienia, tj. bazę odniesienia. Na jej podstawie można będzie ocenić, czy w danym przedsiębiorstwie wartości analizowanych wskaźników kształtują się na pożądanym poziomie. Za bazę odniesienia mogą służyć<sup>14</sup>:

- wielkości oczekiwane,
- wielkości z poprzednich okresów,
- wielkości branżowe/sektorowe,
- obowiązujące standardy.

Podstawę wnioskowania stanowią odchylenia od wzorców, z uwzględnieniem uwarunkowań konkurencyjnych i czynników makrootoczenia, w którym swoją działalność prowadzi przedsiębiorstwo. Pamiętać jed-

11 M. Zaleska, *Ocena ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa przez analityka bankowego*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2002.

12 Szerzej: S.M. Bragg, *Business Ratios and Formulas: A Comprehensive Guide*, 3rd edition, Wiley, ss. 355.

13 W. Gabrusewicz, *Podstawy...*, s. 254–264.

14 Szerzej: A. Dyduch, M. Sierpińska, Z. Wilimowska, *Finanse i rachunkowość*, PWE, Warszawa 2013, rozdz. 6.3.

nakże należy, iż porównywane wartości muszą być jednorodne i wyrażać ten sam sens ekonomiczny. W przypadku braku możliwości bezpośredniego zestawienia danych, należy doprowadzić do ich porównywalności, poprzez wyeliminowanie różnic:

- metodologicznych, wynikających ze zmian w sposobie liczenia wielkości ekonomicznych;
- finansowych, mogących powstać wskutek zmian stawek, taryf, składek, cen itp.;
- organizacyjnych, będących wynikiem restrukturyzacji, podziału lub połączenia przedsiębiorstw;
- rzeczowych, mających swoje podłoże w zmianie przedmiotu lub zakresu działalności.

Analiza wskaźnikowa dysponuje szerokim wachlarzem różnorodnych wskaźników. Obejmują one wszystkie obszary działania przedsiębiorstwa. Takie bogactwo warsztatu analitycznego sprawia, że analiza ta staje się bardzo pracochłonna i czasochłonna. Aby usprawnić ocenę sytuacji finansowej przedsiębiorstw opracowano więc **modele i mierniki syntetyczne**. Mierniki te zapewniają<sup>15</sup>:

- uproszczenie procesu oceny działalności przedsiębiorstwa,
- przyspieszenie wydawania opinii i stawiania diagnozy,
- kompatybilność porównań różnych przedsiębiorstw,
- zgodność ocen analitycznych,
- uwzględnienie wielu obszarów działalności przedsiębiorstwa.

Modele i mierniki syntetyczne znalazły zastosowanie w:

- analizie fundamentalnej przedsiębiorstw,
- przy podejmowaniu decyzji o fuzjach i przejęciach przedsiębiorstw,
- przy ocenie zdolności kredytowej spółek,
- przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez potencjalnych właścicieli,
- jako systemy wczesnego ostrzegania przed upadłością spółki.

W przeciwieństwie do analizy wstępnej i wskaźnikowej, analiza mierników syntetycznych umożliwia ocenę sytuacji finansowej przedsiębiorstwa nie tylko *ex post*. Niektóre ze stosowanych w tej analizie modeli umożliwiają również oszacowanie sytuacji finansowej *ex ante*.

Podziału **metod analizy finansowej** można dokonać według kryterium<sup>16</sup>:

- 1) zakresu rozwinięcia metod analizy i tym samym wyróżnić:
  - analizę elementarną obejmującą rozłożenie badanego przedmiotu na elementy bez ustalania wzajemnych związków,

---

15 R. Kowalak, *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2003.

16 Por.: W. Gabrusewicz, *Podstawy...*, s. 36.

- analizę funkcyjną obejmującą rozłożenie badanego przedmiotu na odpowiednie składniki z uwzględnieniem związków między nimi zachodzących,
  - analizę logiczną obejmującą rozłożenie przedmiotu badań na składniki z uwzględnieniem ich stosunków logicznych<sup>17</sup>;
- 2) toku analizy, która obejmuje:
- analizę dedukcyjną, w której przechodzi się od zjawisk ogólnych do zjawisk szczegółowych, od skutków do przyczyn,
  - analizę indukcyjną, zakładającą odwrotny tok badania, tj. rozpatrywanie najpierw zjawisk szczegółowych, a następnie przechodzenie do zjawisk bardziej złożonych, o większym stopniu syntezy, pozostających w przyczynowym związku z tymi zjawiskami szczegółowymi;
- 3) badanych zjawisk ekonomicznych i tym samym wyróżnić:
- metody analizy jakościowej oparte na opisie w formie werbalnej związków i zależności między wskaźnikami ekonomicznymi,
  - metody analizy ilościowej, które pozwalają na kwantyfikację związków i zależności między badanymi zjawiskami, w tym: zależność funkcyjną (deterministyczną) oraz zależność stochastyczną (probabilistyczną).

## 2. Analiza podstawowych sprawozdań finansowych przedsiębiorstwa

### 2.1. Analiza bilansu

Bilans jest podstawowym elementem sprawozdania finansowego<sup>18</sup>. Jest on zestawieniem aktywów i pasywów przedsiębiorstwa<sup>19</sup>. Aktywa to inaczej majątek jednostki gospodarczej, natomiast pasywa to jej źródła

---

17 E. Walińska, *Bilans jako fundament sprawozdawczości finansowej w kontekście zmian współczesnej rachunkowości*, Wolters Kluwer, Warszawa 2009, s. 15–62; Z. Pytkowski, *Organizacja badań i ocena prac naukowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1981, s. 112–113.

18 M. Kaczmarek, *Polityka bilansowa jako narzędzie rachunkowości*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2008, s. 61–72.

19 Szerzej: R. Makoujy, *How to Read a Balance Sheet: The Bottom Line on What You Need to Know about Cash Flow, Assets, Debt, Equity, Profit... and How It all Comes Together*, 1st edition, McGraw-Hill 2010, s. 224; W. Gabrusewicz, Z. Kołaczyk, *Bilans. Wartość poznawcza i analityczna*, Difin, Warszawa 2005, s. 25–33.

finansowania. Bilans jest zestawieniem statycznym, co oznacza, że sporządzany jest na określony dzień, tzw. dzień bilansowy. Prezentuje on wielkości zasobowe, czyli stan majątkowy i finansowy przedsiębiorstwa na określony dzień. W sporządzonym zgodnie z zasadami rachunkowości bilansie suma aktywów zawsze równa jest sumie pasywów, co oznacza, że tzw. równanie bilansowe zostało spełnione.

Aktywa przedsiębiorstwa dzieli się na dwie kategorie, tj. aktywa trwałe i obrotowe. Aktywa ułożone są w bilansie według rosnącej płynności majątku<sup>20</sup>. Kolejne pozycje aktywów mają coraz wyższy stopień płynności, co oznacza, że wzrasta możliwość ich zamiany na środki pieniężne. Z kolei pasywa wykazywane są w bilansie według rosnącej wymagalności, czyli czasu, po jakim muszą być zwrócone ich właścicielom.

**Aktywa trwałe** to majątek, który służy przedsiębiorstwu dłużej niż rok<sup>21</sup>. W trakcie prowadzenia działalności gospodarczej majątek ten stopniowo zużywa się i jest amortyzowany<sup>22</sup>. Zaliczamy do nich następujące składniki majątku:

- wartości niematerialne i prawne,
- rzeczowe aktywa trwałe,
- należności długoterminowe,
- inwestycje długoterminowe oraz
- długoterminowe rozliczenia międzyokresowe.

**Wartości niematerialne i prawne** – czyli nabyte przez jednostkę prawa majątkowe, nadające się do gospodarczego wykorzystania o przewidywanym okresie ekonomicznej użyteczności dłuższym niż rok<sup>23</sup>. Aktywa te muszą być przeznaczone do użycia na potrzeby jednostki. W przeciwnym wypadku będą traktowane jako inwestycje długoterminowe. Ich cechą charakterystyczną jest brak postaci fizycznej. Dzielimy je na<sup>24</sup>:

- a) koszty zakończonych prac rozwojowych – nakłady poniesione na prace rozwojowe i odkrycia badawcze, które znalazły praktyczne

---

20 W. Gabrusewicz, *Sprawozdawczość finansowa*, Wyższa Szkoła Handlu i Rachunkowości, Poznań 2005, s. 40–41.

21 Szerzej: A. Jaruga, M. Turzyński, *Środki trwałe oraz wartości niematerialne i prawne w prawie bilansowym i podatkowym*, Difin, Warszawa 2004, s. 11–60.

22 Zagadnienie amortyzacji i jej metody zostały omówione m.in. w: M. Tarka, A. Kałwa, A. Diakonow, *Amortyzacja środków trwałych. Aspekt podatkowy i bilansowy*, Difin, Warszawa 2007, s. 159; R.A. Nawrot, *Amortyzacja podatkowa i bilansowa*, C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 214.

23 Szerzej: G.K. Świdzka, W. Wiecław, *Sprawozdanie finansowe według polskich i międzynarodowych standardów rachunkowości*, Difin, Warszawa 2012, s. 3.1–3.45.

24 Szerzej: E. Dreliszek, D. Kania, *Bilans. Prezentacja pozycji bilansowych, wycena składników aktywów i pasywów, ujęcie bilansowe i podatkowe, przykłady liczbowe*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o. o., Gdańsk 2007, s. 13–34.

zastosowanie w przedsiębiorstwie (np. projektowanie nowych ulepszonych wyrobów, procesów technologicznych, urządzeń);

- b) wartość firmy – różnica między ceną nabycia danego przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części a niższą od niej wartością godziwą<sup>25</sup> przejętych aktywów netto<sup>26</sup>;
- c) inne wartości niematerialne i prawne – autorskie prawa majątkowe, koncesje, licencje, patenty, znaki towarowe, wzory zdobnicze, prawa do projektów wynalazków oraz *know-how*;
- d) zaliczki na wartości niematerialne i prawne – zaliczki przekazane dostawcom wartości niematerialnych i prawnych.

Kolejnym elementem aktywów trwałych są **rzeczowe aktywa trwale**. Ich przewidywany czas ekonomicznej użyteczności przekracza 12 miesięcy. Dzielimy je na<sup>27</sup>:

- a) środki trwałe – czyli rzeczowe aktywa trwale i zrównane z nimi, o przewidywanym okresie ekonomicznej użyteczności dłuższym niż rok, kompletne, zdatne do użytku i przeznaczone na potrzeby jednostki<sup>28</sup>. Zaliczamy do nich: grunty, wieczyste prawo użytkowania gruntu, budynki, budowle, lokale, spółdzielcze własnościowe prawo do lokalu użytkowego, maszyny, urządzenia, środki transportu, inwentarz żywy. Jeżeli aktywa te zostały nabyte w celu pomnażania kapitału, należy wykazywać je jako inwestycje długoterminowe;
- b) środki trwałe w budowie – czyli przyszły majątek w okresie jego budowy, montażu czy ulepszeń;
- c) zaliczki na środki trwałe w budowie – środki finansowe przekazane dostawcom na poczet przyszłych dostaw środków trwałych.

Środki trwałe wykazywane są w bilansie, podobnie jak wartości niematerialne i prawne według wartości netto (tj. pomniejszonej o dotychczasowe umorzenie). Wartość początkowa środka trwałego może ulec zwiększeniu na skutek modernizacji lub aktualizacji wyceny.

Trzecim składnikiem aktywów trwałych są **należności długoterminowe**<sup>29</sup>. Stanowią one wartość wierzytelności różnych dłużników z tytułu dostaw i usług, pożyczek itp. Zaliczamy do nich te należności, których termin wymagalności jest dłuższy niż rok. Wyjątek stanowią należności

25 Na wysokość wartości godziwej mają wpływ m.in.: sieć kontrahentów, pozycja rynkowa spółki, wykwalifikowana kadra, marka, sieć dystrybucji.

26 Aktywa netto to aktywa całkowite, które pomniejszone zostały o zobowiązania i rezerwy na zobowiązania. Wartościowo odpowiadają wartości kapitału własnego.

27 Szerzej: W. Gabrusewicz, Z. Kołaczyk, *op. cit.*, s. 44–89.

28 U. o r., art. 3, ust. 1, pkt 15.

29 Szerzej: E. Śnieżek, E. Walińska, M. Frendzel, J. Stępień-Andrzejewska, *Rachunkowość finansowa. Kluczowe zagadnienia, przykłady, zadania*, Centrum Controllingu i Analiz Ekonomicznych Sp. z o. o., Łódź 2007, s. 229–231.

z tytułu dostaw i usług, które – bez względu na czas trwania – ujmowane są w bilansie jako należności krótkoterminowe.

**Inwestycje długoterminowe** to aktywa finansowe i niefinansowe nabyte w celu realizacji w przyszłych okresach korzyści ekonomicznych wynikających z przyrostu ich wartości<sup>30</sup>. Jeżeli spółka nabywa środki trwałe w celu wykorzystania ich w działalności podstawowej nie można ich wykazywać w bilansie przedsiębiorstwa w pozycji inwestycje długoterminowe, gdyż w takim przypadku są to rzeczowe aktywa trwałe. Inwestycje długoterminowe polegają na zaangażowaniu kapitału w<sup>31</sup>:

- a) nieruchomości,
- b) długoterminowe aktywa finansowe – np. akcje, obligacje, bony skarbowe, udziały, udzielone pożyczki i pochodne instrumenty finansowe,
- c) inne inwestycje długoterminowe – dzieła sztuki, metale szlachetne, drogie kamienie (nabyte z zamiarem ich odsprzedaży w terminie dłuższym niż rok od danego dnia bilansowego).

Ostatnim składnikiem majątku trwałego są **długoterminowe rozliczenia międzyokresowe**. Należą do nich<sup>32</sup>:

- a) aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego – powstające na skutek: ujemnych różnic przejściowych między wykazaną w księgach wartością aktywów i pasywów a ich wartością podatkową oraz w wyniku straty podatkowej możliwej do odliczenia w przyszłości;
- b) inne rozliczenia międzyokresowe – to czynne rozliczenia międzyokresowe kosztów, które podlegają rozliczeniu w okresie dłuższym niż 12 miesięcy od dnia bilansowego. Powstają one w wyniku różnicy pomiędzy momentem wydatkowania środków pieniężnych a momentem wystąpienia kosztu związanego z tym wydatkiem.

**Aktywa obrotowe** zawierają majątek, którego przewidywany okres użytkowania jest krótszy niż rok lub który zostanie wykorzystany w jednym cyklu produkcyjnym. Zaliczamy do nich<sup>33</sup>:

- zapasy,
- należności krótkoterminowe,

---

30 E. Kalwasińska, D. Maciejowska, *Rachunkowość finansowa w teorii i praktyce według polskiego prawa bilansowego*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2011, s. 308–320.

31 E. Walińska, A. Wencel, A. Jurewicz, J. Gad, *Sprawozdanie finansowe według MSSF*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 194.

32 E. Dreliszek, D. Kania, *op. cit.*, s. 115–133; E. Śnieżek, E. Walińska, M. Frendzel, J. Stępień-Andrzejewska, *op. cit.*, s. 258.

33 E. Śnieżek, *Wprowadzenie do rachunkowości*, Wolter Kluwer Polska, Kraków 2009, s. 294–301.

- inwestycje krótkoterminowe oraz
- krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe.

Najmniej płynnym elementem majątku obrotowego są **zapasy**, czyli<sup>34</sup>:

- a) materiały – produkty nabywane od dostawców lub wytwarzane we własnym zakresie w celu ich dalszego wykorzystania w procesie produkcyjnym, tj. surowce, części zamienne, paliwa, smary itp.,
- b) półprodukty i produkty w toku – wyroby, które przeszły przez określone fazy produkcji i posłużą w dalszych etapach procesu produkcyjnego,
- c) wyroby gotowe – produkty wytworzone przez jednostkę, przeznaczone do sprzedaży,
- d) towary – artykuły, które jednostka nabyła w celu ich dalszej odsprzedaży,
- e) zaliczki na dostawy.

**Należności krótkoterminowe** to całość należności z tytułu dostaw i usług oraz całość lub część należności z innych tytułów niezaliczonych do aktywów finansowych, które to należności stają się wymagalne w ciągu 12 miesięcy od dnia bilansowego<sup>35</sup>. Dzieli się je na należności: a) od jednostek powiązanych (tj. należności powstałe między jednostkami w ramach grupy, na którą składają się jednostka dominująca, znaczący inwestor, jednostka zależna, jednostka stowarzyszona) oraz b) od pozostałych jednostek.

Kolejną pozycją aktywów obrotowych są **inwestycje krótkoterminowe**. Zaliczamy do nich aktywa, które zostały nabyte przez jednostkę w celu osiągnięcia korzyści ekonomicznych wynikających z przyrostu ich wartości, uzyskania z nich pożytków w formie odsetek, dywidend itp.<sup>36</sup> W szczególności zaliczamy do nich inwestycje w papiery wartościowe oraz niematerialne i prawne, z których zyski spółka wygeneruje w ciągu 12 miesięcy. W bilansie inwestycje krótkoterminowe podzielone zostały na dwie zasadnicze grupy:

- a) krótkoterminowe aktywa finansowe (udzielone pożyczki, aktywa pieniężne [gotówka w kasie i środki na rachunku bankowym, weksle, czeki]<sup>37</sup>, instrumenty finansowe innych podmiotów, tj. ak-

34 R. Seredyński, K. Szaruga, A. Lenarcik, M. Dziedzic, *Operacje gospodarcze w praktyce księgowej. Wycena i ujęcie na kontach według polskiego prawa bilansowego (w tym KSR), MSR/MSSF, prawa podatkowego*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o. o., Gdańsk 2011, s. 259–277.

35 U. o. r., art. 3, ust. 1, pkt 18, lit. c.

36 *Ibidem*, art. 3, ust. 1, pkt 17.

37 Szerzej: W. Gabrusewicz, Z. Kołaczyk (red.), *Rachunkowość finansowa. Część II zaawansowana*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2006, s. 125–146.

cje, obligacje, udziały, opcje na aktywa własne, instrumenty pochodne);

- b) inne inwestycje krótkoterminowe (np. metale szlachetne, dzieła sztuki, drogie kamienie, jeżeli zostały nabyte w celu ich dalszej odsprzedaży w okresie krótszym niż 12 miesięcy od dnia bilansowego).

Ostatnią pozycją po stronie aktywów bilansu są **krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe**<sup>38</sup>. Obejmują one te koszty, które dopiero w przyszłych okresach pomniejszą wynik finansowy, a przejściowo muszą być wykazane w aktywach bilansu (aktywowane). Czas, w którym spółka poniesie te koszty, jest krótszy niż 12 miesięcy od dnia bilansowego. Do kosztów tych zaliczamy koszty, które opłacone zostają „z góry”. Są to np.: ubezpieczenia, czynsz, podatek od nieruchomości, opłaty za wieczyste użytkowanie gruntu, koszty stałych przeglądów maszyn i urządzeń itp.

**Pasywa** to źródła finansowania majątku, który posiada przedsiębiorstwo. Składają się na nie kapitał własny oraz zobowiązania i rezerwy na zobowiązania (zob. tab. 1).

**Kapitał własny** pochodzi ze środków wniesionych do przedsiębiorstwa przez jego właścicieli (kapitał własny zewnętrzny) w momencie zakładania spółki, zakupu udziałów nowej emisji lub w drodze dopłat do kapitału<sup>39</sup>. Innym źródłem powstawania tego kapitału są środki wypracowane w przedsiębiorstwie w wyniku prowadzenia jego działalności (kapitał własny wewnętrzny). Kapitały te pochodzą z wypracowanego w spółce dodatniego wyniku finansowego i nazywane są kapitałami samofinansowania. Odpowiednikiem określenia „kapitał własny” jest np. w przedsiębiorstwach państwowych, spółdzielniach, samodzielnych publicznych ZOZ-ach termin „fundusz”<sup>40</sup>. Kapitał (fundusz) własny dzieli się na następujące pozycje<sup>41</sup>:

- a) **kapitał (fundusz) podstawowy** – wniesiony przez wspólników w celu powołania przedsiębiorstwa i pozyskania kapitałów obcych na jego rozwój. Kapitał ten może zostać podwyższony w trakcie

---

38 Szerzej: W. Gabrusewicz, Z. Kołaczyk, *Bilans. Wartość poznawcza i analityczna*, Difin, Warszawa 2005, s. 196–199; R. Sereżyński, K. Szaruga, A. Lenarcik, M. Dziedzia, *op. cit.*, s. 421–428.

39 Z. Messner, J. Pfaff, *Rachunkowość finansowa, część I. Podstawy rachunkowości*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2007, s. 259–281; K. Sawicki (red.), *Rachunkowość finansowa przedsiębiorstw. Część I. Według ustawy o rachunkowości*, Ekspert Wydawnictwo i Doradztwo, Wrocław 2012, s. 287–293.

40 J. Hejnar, B. Micherda, *Kapitały własne, aktywa pieniężne i rozrachunki według polskiego prawa bilansowego*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2011, s. 37–63.

41 Szerzej: E. Walińska, *Bilans jako fundament...*, s. 86–91.

Tabela 1. Bilans przedsiębiorstw innych niż banki, zakłady ubezpieczeń i zakłady reasekuracji

Aktywa	Pasywa
<p>A. Aktywa trwałe</p> <p>I. Wartości niematerialne i prawne</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Koszty zakończonych prac rozwojowych</li> <li>2. Wartość firmy</li> <li>3. Inne wartości niematerialne i prawne</li> <li>4. Zaliczki na wartości niematerialne i prawne</li> </ol> <p>II. Rzeczowe aktywa trwałe</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Środki trwałe <ol style="list-style-type: none"> <li>a) grunty (w tym prawo użytkowania wieczystego gruntu)</li> <li>b) budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej</li> <li>c) urządzenia techniczne i maszyny</li> <li>d) środki transportu</li> <li>e) inne środki trwałe</li> </ol> </li> <li>2. Środki trwałe w budowie</li> <li>3. Zaliczki na środki trwałe w budowie</li> </ol> <p>III. Należności długoterminowe</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Od jednostek powiązanych</li> <li>2. Od pozostałych jednostek</li> </ol> <p>IV. Inwestycje długoterminowe</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Nieruchomości</li> <li>2. Wartości niematerialne i prawne</li> <li>3. Długoterminowe aktywa finansowe <ol style="list-style-type: none"> <li>a) w jednostkach powiązanych <ul style="list-style-type: none"> <li>- udziały lub akcje</li> <li>- inne papiery wartościowe</li> <li>- udzielone pożyczki</li> <li>- inne długoterminowe aktywa finansowe</li> </ul> </li> <li>b) w pozostałych jednostkach <ul style="list-style-type: none"> <li>- udziały lub akcje</li> <li>- inne papiery wartościowe</li> <li>- udzielone pożyczki</li> <li>- inne długoterminowe aktywa finansowe</li> </ul> </li> </ol> </li> <li>4. Inne inwestycje długoterminowe</li> </ol> <p>V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego</li> <li>2. Inne rozliczenia międzyokresowe</li> </ol>	<p>A. Kapitał (fundusz) własny</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>I. Kapitał (fundusz) podstawowy</li> <li>II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)</li> <li>III. Udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)</li> <li>IV. Kapitał (fundusz) zapasowy</li> <li>V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny</li> <li>VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe</li> <li>VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych</li> <li>VIII. Zysk (strata) netto</li> <li>IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)</li> </ol>

<p>B. Aktywa obrotowe</p> <p>I. Zapasy</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Materiały</li> <li>2. Półprodukty i produkty w toku</li> <li>3. Produkty gotowe</li> <li>4. Towary</li> <li>5. Zaliczki na dostawy</li> </ol> <p>II. Należności krótkoterminowe</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Należności od jednostek powiązanych       <ol style="list-style-type: none"> <li>a) z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty:           <ul style="list-style-type: none"> <li>- do 12 miesięcy</li> <li>- powyżej 12 miesięcy</li> </ul> </li> <li>b) inne</li> </ol> </li> <li>2. Należności od pozostałych jednostek       <ol style="list-style-type: none"> <li>a) z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty:           <ul style="list-style-type: none"> <li>- do 12 miesięcy</li> <li>- powyżej 12 miesięcy</li> </ul> </li> <li>b) z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych świadczeń</li> <li>c) inne</li> <li>d) dochodzone na drodze sądowej</li> </ol> </li> </ol> <p>III. Inwestycje krótkoterminowe</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Krótkoterminowe aktywa finansowe       <ol style="list-style-type: none"> <li>a) w jednostkach powiązanych           <ul style="list-style-type: none"> <li>- udziały lub akcje</li> <li>- inne papiery wartościowe</li> <li>- udzielone pożyczki</li> <li>- inne krótkoterminowe aktywa finansowe</li> </ul> </li> <li>b) w pozostałych jednostkach           <ul style="list-style-type: none"> <li>- udziały lub akcje</li> <li>- inne papiery wartościowe</li> <li>- udzielone pożyczki</li> <li>- inne krótkoterminowe aktywa finansowe</li> </ul> </li> <li>c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne           <ul style="list-style-type: none"> <li>- środki pieniężne w kasie i na rachunkach</li> <li>- inne środki pieniężne</li> <li>- inne aktywa pieniężne</li> </ul> </li> </ol> </li> <li>2. Inne inwestycje krótkoterminowe</li> </ol> <p>IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe</p>	<p>B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</p> <p>I. Rezerwy na zobowiązania</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego</li> <li>2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne       <ul style="list-style-type: none"> <li>- długoterminowa</li> <li>- krótkoterminowa</li> </ul> </li> <li>3. Pozostałe rezerwy       <ul style="list-style-type: none"> <li>- długoterminowe</li> <li>- krótkoterminowe</li> </ul> </li> </ol> <p>II. Zobowiązania długoterminowe</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Wobec jednostek powiązanych</li> <li>2. Wobec pozostałych jednostek       <ol style="list-style-type: none"> <li>a) kredyty i pożyczki</li> <li>b) z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych</li> <li>c) inne zobowiązania finansowe</li> <li>d) inne</li> </ol> </li> </ol> <p>III. Zobowiązania krótkoterminowe</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Wobec jednostek powiązanych       <ol style="list-style-type: none"> <li>a) z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:           <ul style="list-style-type: none"> <li>- do 12 miesięcy</li> <li>- powyżej 12 miesięcy</li> </ul> </li> <li>b) inne</li> </ol> </li> <li>2. Wobec pozostałych jednostek       <ol style="list-style-type: none"> <li>a) kredyty i pożyczki</li> <li>b) z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych</li> <li>c) inne zobowiązania finansowe</li> <li>d) z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:           <ul style="list-style-type: none"> <li>- do 12 miesięcy</li> <li>- powyżej 12 miesięcy</li> </ul> </li> <li>e) zaliczki otrzymane na dostawy</li> <li>f) zobowiązania wekslowe</li> <li>g) z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń</li> <li>h) z tytułu wynagrodzeń</li> <li>i) inne</li> </ol> </li> <li>3. Fundusze specjalne</li> </ol> <p>IV. Rozliczenia międzyokresowe</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Ujemna wartość firmy</li> <li>2. Inne rozliczenia międzyokresowe       <ul style="list-style-type: none"> <li>- długoterminowe</li> <li>- krótkoterminowe</li> </ul> </li> </ol>
Aktywa razem	Pasywa razem

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Ustawy z 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. 2002 r., nr 76, poz. 694, z późn. zm.

trwania spółki, np. przez przeniesienie środków z kapitału zapasowego lub rezerwowego, emisję nowych akcji oraz podwyższenie wartości nominalnej dotychczas wyemitowanych akcji. Ponadto, jego wartość może ulec obniżeniu w drodze pokrycia straty bilansowej, umorzenia akcji, nieodpłatnego przekazania środków trwałych itp.;

- b) **należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)** – są to zadeklarowane przez właścicieli, lecz jeszcze niewniesione, kwoty na poczet kapitału;
- c) **udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)** – Kodeks spółek handlowych ogranicza wykup akcji własnych do kilku przypadków będących odstępstwem od generalnego zakazu odkupienia tych walorów przez spółkę-emitenta, tj.:
- w celu zapobieżenia bezpośrednio zagrażającej spółce poważnej szkodzie,
  - w celu zaoferowania ich do nabycia pracownikom lub osobom zatrudnionym w spółce lub spółce z nią powiązanej przez okres co najmniej trzech lat,
  - celem wypłacenia zobowiązań wynikających z instrumentów dłużnych zamiennych na akcje, jeżeli akcje własne zostały nabyte przez spółkę publiczną,
  - w drodze sukcesji uniwersalnej,
  - przez instytucję finansową, która nabywa za wynagrodzeniem w pełni pokryte akcje na cudzy rachunek celem ich dalszej odsprzedaży,
  - w celu ich umorzenia,
  - w pełni pokrytych akcji w drodze egzekucji, celem zaspokojenia roszczeń spółki, których nie można zaspokoić w inny sposób z majątku akcjonariusza,
  - w pełni pokrytych akcji nieodpłatnie,
  - na podstawie i w granicach upoważnienia udzielonego przez walne zgromadzenie,
  - w innych przypadkach przewidzianych w ustawie<sup>42</sup>.
- d) **kapitał (fundusz) zapasowy** – jest tworzony na pokrycie straty bilansowej<sup>43</sup>. Spółki akcyjne zobligowane są do jego tworzenia przez przekazanie na niego co roku nie mniej niż 8% wypracowanego w poprzednim roku obrotowym zysku netto do momentu, aż kapitał ten osiągnie wartość 1/3 wartości kapitału zakładowego.

42 K.s.h., art. 362 i art. 200; A. Pieloch, *Motywy i efekty wykupu akcji własnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 31–41.

43 W. Gabrusewicz, Z. Kołaczyk (red.), *Rachunkowość...*, s. 554–556.

Wysokość kapitału zapasowego może wzrastać w wyniku: podziału zysku netto, dopłat na podstawie statutu spółki, agio oraz przeksięgowania kapitału z aktualizacji wyceny. Z kolei zmniejszenie tego kapitału ma miejsce w następujących przypadkach: pokrycie straty bilansowej, powiększenie kapitału zakładowego, zwrot dopłat wspólników, umorzenie udziałów lub akcji własnych;

- e) **kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny** – czyli tworzony obligatoryjnie fundusz z aktualizacji środków trwałych, jego wartość ulega zmianie w przypadku przeszacowania inwestycji długoterminowych, których ewidencję prowadzi się w cenach rynkowych<sup>44</sup>;
- f) **pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe** – wśród kapitałów należy wymienić te, które tworzone są obligatoryjnie (np. na nabycie akcji własnych w celu umorzenia) oraz nieobligatoryjnie (np. przeznaczone na określony przez spółkę dowolny cel);
- g) **zysk (strata) z lat ubiegłych** – w pozycji tej wykazuje się nierozliczony zysk (stratę) spółki za ubiegłe lata obrotowe;
- h) **zysk (strata) netto** – jest to wartość wyniku finansowego netto spółki wykazana w bilansie przedsiębiorstwa za ostatni rok obrotowy;
- i) **odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)** – zaliczki pobrane przez właścicieli osobowych spółek handlowych. W spółkach kapitałowych pozycja ta nie jest wypełniana, a zaliczki pobrane na wypłatę dywidendy pieniężnej wykazywane są jako należności od akcjonariuszy.

W pozycji **zobowiązania i rezerwy na zobowiązania** ujmuje się środki obce posiadane przez przedsiębiorstwo<sup>45</sup>. Wyróżniamy tutaj następujące elementy<sup>46</sup>:

- a) **rezerwy na zobowiązania** – czyli zobowiązania, których termin wymagalności lub kwota nie są pewne<sup>47</sup>. Zaliczamy do nich rezerwę z tytułu odroczonego podatku dochodowego, rezerwę na świadczenia emerytalne i podobne oraz pozostałe rezerwy<sup>48</sup>;
- b) **zobowiązania długoterminowe** – to zobowiązania, które muszą być spłacone w terminie dłuższym niż 12 miesięcy od dnia bilan-

44 U. o r. art. 35, ust. 4.

45 Szerzej: E. Walińska, *Zasady wyceny bilansowej i ustalania wyniku*, Centrum Controllingu i Analiz Ekonomicznych Sp. z o. o., Łódź 2002, s. 59–60; G.K. Świdarska, W. Wiecław, *op. cit.*, s. 8.1–8.45.

46 E.M. Walińska, *Bilans jako fundament...*, *op. cit.*, s. 77–86.

47 W. Gabrusewicz, J. Samelak (red.), *Rachunkowość finansowa. Obszary problemowe*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2008, s. 203–227; U. o r., art. 3, ust. 1, pkt 21.

48 A. Kamela-Sowińska, *Rachunkowość zaawansowana część I, II, III*, Wyższa Szkoła Handlu i Rachunkowości, Poznań 2010, s. 78–143.

sowego. Wyjątkiem są tutaj zobowiązania z tytułu dostaw i usług, które wykazywane są zawsze jako zobowiązania krótkoterminowe. Do zobowiązań długoterminowych zaliczymy: kredyty i pożyczki, zobowiązania z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych, inne zobowiązania finansowe (np. weksle inwestycyjne) oraz inne zobowiązania (np. z tytułu leasingu finansowego);

- c) **zobowiązania krótkoterminowe** – obejmują one wszystkie zobowiązania z tytułu dostaw i usług, bez względu na czas spłaty tych zobowiązań. Dzielimy je na: zobowiązania od jednostek powiązanych, pozostałych jednostek oraz fundusze specjalne (zakładowy fundusz świadczeń socjalnych, fundusz załogi, zakładowy fundusz rehabilitacji osób niepełnosprawnych);
- d) **rozliczenia międzyokresowe** – wykazywane są w pasywach bilansu w podziale na dwie grupy, tj. ujemna wartość firmy (czyli różnica między niższą ceną przejęcia lub nabycia jednostki lub jej zorganizowanej części a wartością godziwą przejętych aktywów netto uznanych na dzień przyjęcia, nabycia lub połączenia) oraz inne rozliczenia międzyokresowe (czyli rozliczenia międzyokresowe kosztów bierne oraz rozliczenia międzyokresowe przychodów). Rozliczenia międzyokresowe kosztów bierne powstają w sytuacji, gdy najpierw w spółce występuje koszt, a potem wydatek. Z kolei rozliczenia międzyokresowe przychodów obejmują przychody przyszłych okresów, w celu doliczenia tych przychodów do wyniku okresu, którego dotyczą (np. zaliczki otrzymane na poczet przyszłych dostaw)<sup>49</sup>.

Bilans przedsiębiorstwa wykorzystuje się w pierwszej kolejności do dokonania wstępnej analizy tego elementu sprawozdania finansowego. **Analiza wstępna** ma na celu przeprowadzenie ogólnej oceny aktywów i pasywów przedsiębiorstwa w przekroju poziomym i pionowym<sup>50</sup>.

Badanie bilansu w przekroju poziomym nazywane jest **analizą poziomą bilansu**<sup>51</sup>. Analiza ta polega na porównywaniu poszczególnych

---

49 K. Sawicki (red.), *Polityka bilansowa i analiza finansowa. Nowoczesne instrumenty zarządzania firmą*, Ekspert Wydawnictwo i Doradztwo, Wrocław 2002, s. 106–110.

50 Szerzej: W. Bień, *Czytanie bilansu przedsiębiorstwa (dla menedżerów)*, Difin, Warszawa 2010, s. 123; T. Dudycz, S. Wrzosek, *op. cit.*, s. 37–48; M. Zalewska, *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa przez analityka bankowego*, Szkoła Główna Handlowa Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2012, rozdz. 3.1; T. Juja (red.), *Analiza finansowa i opodatkowanie przedsiębiorstw. Studium przypadków*, Wydawnictwo Forum Naukowe, Poznań 2007, s. 15–29; M. Sierpińska, T. Jachna, *Metody podejmowania decyzji finansowych. Analiza przykładów i przypadków*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 61–72.

51 M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena...*, s. 68–70.

pozycji majątku i źródeł jego finansowania za kilka okresów sprawozdawczych, obejmujących zwykle dane za okres 3–5 lat obrotowych. Badanie to sprowadza się do ustalenia i oceny zmiany (wzrostu lub zmniejszenia) stanu poszczególnych składników bilansu. Analiza pozioma bilansu pozwala zaobserwować zmiany wielkości sumy bilansowej, a także wielkości poszczególnych pozycji aktywów i finansujących ich pasywów, co w rezultacie prowadzi także do zmiany ich struktury.

Zmiany wielkości pozycji bilansowych bada się na podstawie:

- a) **zmian absolutnych** (bezwzględnych – wyrażonych w jednostkach pieniężnych) będących różnicą wartości wybranej pozycji aktywów lub pasywów bilansu między okresem badanym a okresem poprzednim lub bazowym. Zmianę taką wyraża się za pomocą następującej formuły<sup>52</sup>:

$$\Delta X_b = X_t - X_p$$

gdzie:

$\Delta X_b$  – zmiana bezwzględna wartości wybranej pozycji aktywów lub pasywów spółki w badanym okresie,

$X_t$  – wartość aktywów lub pasywów spółki w badanym okresie,

$X_p$  – wartość aktywów lub pasywów spółki w okresie poprzednim lub bazowym.

Zmiany absolutne pokazują wartościowe zmiany badanych pozycji majątku i źródeł finansowania przedsiębiorstwa.

- b) **zmian względnych** będących najczęściej wartościami przedstawianymi w ujęciu procentowym i odzwierciedlającymi stosunek zmiany bezwzględnej do wartości bazowej danej pozycji aktywów lub pasywów przedsiębiorstwa. Tempo zmian wylicza się z następującego wzoru<sup>53</sup>:

$$\Delta X_w = \frac{\Delta X_b}{X_p} \times 100 = \frac{X_t - X_p}{X_p} \times 100$$

gdzie:

$\Delta X_w$  – zmiana względna wartości wybranej pozycji aktywów lub pasywów spółki w badanym okresie,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

52 M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 80.

53 *Ibidem*; W. Bień, *op. cit.*, s. 95.

Wskaźniki zmian względnych, ze względu na swoją budowę, umożliwiają porównywanie zmian wartości określonych pozycji aktywów i pasywów, jakie zaszły w określonym okresie analitycznym w wybranych przedsiębiorstwach. Wskaźnik tempa zmian informuje o tym, czy dana wielkość wzrosła czy zmalała w badanym okresie i o ile procent. Wskaźnik niższy niż 0 oznacza spadek wartości badanej pozycji bilansowej, równy 0 oznacza, że wartość ta nie zmieniła się, a wyższy od 0 świadczy o wzroście wartości tej pozycji bilansowej;

- c) **wskaźników dynamiki** zwanych również **indeksami indywidualnymi**<sup>54</sup>. Wskaźniki dynamiki są wyliczane jako procentowy stosunek wielkości z danego roku do wielkości z roku poprzedniego (tzw. wskaźniki łańcuchowe) lub do wielkości bazowej, do której porównuje się wszystkie analizowane lata (wskaźniki jednopodstawowe). Pierwsza metoda jest bardziej rozpowszechniona, łatwiej bowiem na jej podstawie zaobserwować wieloletnie tendencje rozwojowe. Wskaźnik dynamiki wyznacza się na podstawie następującego wzoru<sup>55</sup>:

$$I_x = \frac{X_t}{X_p} \times 100$$

gdzie:

$I_x$  – indeks indywidualny (wskaźnik dynamiki),  
pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Indeksy indywidualne są interpretowane w odniesieniu do 100%. Indeks wyższy niż 100% oznacza wzrost wskaźnika w stosunku do roku bazowego, równy 100% świadczy o tym, że wartość nie uległa zmianie, a niższy niż 100% mówi o spadku wartości danej pozycji bilansowej.

Systematyczny wzrost sumy bilansowej jest ogólnie pożądanym zjawiskiem w spółce, gdyż może on świadczyć o rozwoju przedsiębiorstwa. Musi się on jednak odbywać przy zachowaniu właściwych proporcji poszczególnych pozycji bilansowych, co badane jest przez przeprowadzenie **analizy pionowej bilansu**<sup>56</sup>.

Analiza bilansu w przekroju pionowym polega na:

- a) analizie struktury ogólnej – czyli zbadaniu struktury aktywów i pasywów przez obliczenie udziału poszczególnych składników

54 M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 80.

55 T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu, Poznań 1997, s. 44.

56 Szerzej: M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena...*, s. 70–75.

majątku i kapitałów w sumie bilansowej przedsiębiorstwa. Analizę tę przeprowadzamy przy użyciu następującej formuły<sup>57</sup>:

$$S_o = \frac{X_t}{\sum B_t} \times 100$$

gdzie:

$S_o$  – wskaźnik struktury ogólnej,

$X_t$  – wielkość wybranej pozycji aktywów lub pasywów w roku  $t$ ,

$\sum B_t$  – suma bilansowa w roku  $t$ ;

- b) analizie struktury wewnętrznej – czyli badaniu struktury poszczególnych części aktywów i pasywów. Badamy tutaj np. udział poszczególnych pozycji majątku trwałego w sumie aktywów trwałych, udział poszczególnych pozycji majątku obrotowego w sumie aktywów obrotowych, udział poszczególnych pozycji kapitału własnego w kapitale własnym czy udział poszczególnych pozycji kapitałów obcych w zobowiązaniach i rezerwach na zobowiązania. Można w tym przypadku skorzystać z następującej formuły<sup>58</sup>:

$$S_w = \frac{X_t}{\sum X} \times 100$$

gdzie:

$S_w$  – wskaźnik struktury wewnętrznej,

$X_t$  – wielkość wybranej pozycji aktywów lub pasywów w roku  $t$ ,

$\sum X$  – suma wybranych pozycji bilansu w roku  $t$ .

Analiza pionowa może być sporządzona w ujęciu statycznym, kiedy to porównujemy wskaźniki struktury wybranych składników bilansu w określonym momencie (zwykle na koniec roku) lub też w ujęciu dynamicznym, kiedy bada się zmiany strukturalne poszczególnych składników bilansu na przestrzeni określonego czasu (np. w okresie trzech lat)<sup>59</sup>. Obserwacja zmian zachodzących w strukturze aktywów i pasywów w poszczególnych latach jest elementem łączącym analizę pionową z analizą poziomą bilansu.

57 M. Wypych (red.), *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, Wydawnictwo Absolwent, Łódź 1998, s. 185–186.

58 A. Koźuch, A. Marcysiak, B. Piechowicz, *Podstawy rachunkowości. Część II*, WSiP, Warszawa 1999, s. 155.

59 W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2013, s. 46; M. Wypych (red.), *op. cit.*, s. 186.

Dodać należy, iż w przypadku obu kierunków analizy wyniki badań muszą być interpretowane z uwzględnieniem warunków zewnętrznych zachodzących w bliższym i dalszym środowisku jednostki, jak również specyfiki samego przedsiębiorstwa. Jest to jednakże szczególnie istotne z punktu widzenia analizy pionowej. Struktura aktywów różni się znacząco w przedsiębiorstwach z różnych branż/sektorów. Przedsiębiorstwa produkcyjne mają z reguły wysoki udział aktywów trwałych, z kolei w przypadku spółek handlowych występuje znaczna przewaga po stronie aktywów obrotowych. Również struktura finansowania różni się zależnie od specyfiki działalności i jest dopasowywana do struktury aktywów gromadzonych w przedsiębiorstwie. Jeśli chodzi natomiast o analizę poziomą, istotnym jest porównywanie przedsiębiorstwa do podobnych w branży oraz uwzględnienie inflacji przy obliczaniu dynamiki jego wzrostu. W różnych sektorach gospodarki i fazach cyklu koniunkturalnego przedsiębiorstwa utrzymują różną dynamikę rozwoju. Ponadto, w analizie należy również uwzględnić wielkość przedsiębiorstwa, gdyż większe firmy charakteryzują się zwykle wolniejszym tempem wzrostu od mniejszych.

Trzecia część wstępnej analizy bilansu nosi nazwę **analizy pionowo-poziomej** lub analizy majątkowo-kapitałowej spółki<sup>60</sup>. Polega ona na sprawdzeniu czy metody finansowania aktywów przez firmę zapewniają jej bezpieczeństwo pod kątem długoterminowej płynności finansowej. Przyjmuje się, że przedsiębiorstwo stosujące konserwatywną, tj. bezpieczną politykę finansową, powinno stosować tzw. **złotą regułę bilansową** lub **złotą regułę bankową**, polegającą na tym, że całość posiadanych przez nie aktywów trwałych jest finansowana przy pomocy kapitałów własnych. W tym przypadku wylicza się i interpretuje wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałem własnym (*ETA*), wyrażony wzorem<sup>61</sup>:

$$ETA = \frac{E}{TA} \geq 1$$

gdzie:

*E* – kapitał własny,

*TA* – aktywa całkowite.

60 M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena...*, s. 75–91.

61 M. Wypych, *op. cit.*, s. 191; C. Paczuła, *Rachunkowość, finanse i bilanse w praktyce przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Prawnicze LexisNexis, Warszawa 2005, s. 182–185.

Wskaźnik ten informuje o stopniu, w jakim kapitał własny pokrywa majątek trwały. Uważa się, że kapitału własnego przedsiębiorstwo powinno posiadać tyle, by wystarczył on na sfinansowanie aktywów trwałych. Oznacza to, że wskaźnik ten powinien przyjmować wartość równą co najmniej 1. Wartość tego wskaźnika poniżej normy świadczy o finansowaniu części majątku trwałego przez kapitały obce, a jego sukcesywny wzrost może świadczyć o niekorzystnej sytuacji finansowej.

Mniej restrykcyjna jest **złota reguła finansowania**, która dopuszcza pokrycie aktywów trwałych kapitałem stałym, czyli kapitałem własnym łącznie ze zobowiązaniami i rezerwami długoterminowymi. Jest to jednak również uzależnione od branży i specyfiki konkretnego przedsiębiorstwa. W tym przypadku wylicza się wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałem stałym (*FCTA*), mający następującą postać<sup>62</sup>:

$$FCTA = \frac{FC}{TA} \geq 1$$

gdzie:

*FC* – kapitał stały,

pozostałe oznaczenia jw.

Wskaźnik ten informuje o stopniu finansowania aktywów trwałych przez kapitał stały, czyli te źródła finansowania, z których przedsiębiorstwo korzysta dłużej niż rok. Zgodnie z regułą bankową, kapitał stały powinien w całości pokryć aktywa trwałe, co oznacza, że prawidłowa wartość tego wskaźnika powinna przekraczać 1. Wielkość tego wskaźnika poniżej 1 oznacza, że kapitał stały nie wystarcza do finansowania majątku trwałego przedsiębiorstwa, a więc jest on finansowany również przez kapitały obce krótkoterminowe, a przedsiębiorstwo może stanąć w obliczu trudności związanych z bieżącym regulowaniem swoich zobowiązań.

Wstępna analiza pasywów bilansu może być uzupełniona o analizę **zestawienia zmian w kapitale (funduszu) własnym**. Sprawozdanie to tworzone jest przez przedsiębiorstwa, których sprawozdanie finansowe podlega corocznemu badaniu przez biegłego rewidenta. Zawiera ono informacje na temat zmian, jakie nastąpiły w kapitale (funduszu) własnym przedsiębiorstwa (zob. tabela 2).

62 M. Wypych, *op. cit.*, s. 190–191.

**Tabela 2.** Uprozczone zestawienie zmian w kapitale (funduszu) własnym

Wyszczególnienie	<i>t</i>	<i>t-1</i>
I. Kapitał (fundusz) własny na początek okresu (BO) <ul style="list-style-type: none"> <li>• korekty błędów podstawowych</li> <li>• zmiany przyjętych zasad (polityki rachunkowości)</li> </ul>		
I a. Kapitał (fundusz) własny na początek okresu (BO), po korektach <ul style="list-style-type: none"> <li>a) Kapitał (fundusz) podstawowy</li> <li>b) Należne wpłaty na kapitał (fundusz) podstawowy</li> <li>c) Udziały (akcje) własne</li> <li>d) Kapitał (fundusz) zapasowy</li> <li>e) Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny</li> <li>f) Pozostałe kapitały (fundusz) rezerwowe</li> <li>g) Zysk (strata) z lat ubiegłych</li> <li>h) Wynik netto</li> </ul>		
II. Kapitał (fundusz) własny na koniec okresu (BZ)		
III. Kapitał (fundusz) własny, po uwzględnieniu proponowanego podziału zysku (pokrycia straty)		

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie załącznika nr 1 Ustawy z 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. 2002 r., Nr 76, poz. 694, z późn. zm.

## 2.2. Analiza rachunku zysków i strat

**Rachunek zysków i strat** jest elementem sprawozdania finansowego<sup>63</sup>, który prezentuje strumieniowe wartości poniesionych w danym okresie sprawozdawczym kosztów i strat oraz osiągniętych przychodów i zysków z działalności jednostki gospodarczej. Sprawozdanie to informuje zatem o rezultatach osiągniętych przez przedsiębiorstwo za określony okres sprawozdawczy. Przedsiębiorstwa inne niż banki i zakłady ubezpieczeń mogą – w zależności od ujęcia kosztów sprzedanych produktów – sporządzać to sprawozdanie w dwóch wariantach<sup>64</sup>:

- a) kalkulacyjnym – zawierającym koszty układu podmiotowo-funkcjonalnego oraz
- b) porównawczym – w którym koszty przedstawia się w układzie rodzajowym.

63 K. Sawicki, *Rachunkowość...*, s. 343–347; J. Pfaff, Z. Messner (red.), *Rachunkowość finansowa z uwzględnieniem MSSF*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2013, s. 490–495; A. Kamela-Sowińska (red.), *op. cit.*, s. 124–145.

64 M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 26–31.

**Tabela 3.** Rachunek zysków i strat przedsiębiorstw innych niż banki i zakłady ubezpieczeń

Wariant kalkulacyjny	Wariant porównawczy
<p>A. Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, w tym:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– od jednostek powiązanych</li> </ul> <p>I. Przychody netto ze sprzedaży produktów</p> <p>II. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów</p> <p>B. Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów, w tym:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– jednostkom powiązanim</li> </ul> <p>I. Koszt wytworzenia sprzedanych produktów</p> <p>II. Wartość sprzedanych towarów i materiałów</p> <p>C. Zysk (strata) brutto ze sprzedaży (A–B)</p> <p>D. Koszty sprzedaży</p> <p>E. Koszty ogólnego zarządu</p> <p>F. Zysk (strata) ze sprzedaży (C–D–E)</p> <p>G. Pozostałe przychody operacyjne</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych</li> <li>II. Dotacje</li> <li>III. Inne przychody operacyjne</li> </ul> <p>H. Pozostałe koszty operacyjne</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych</li> <li>II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych</li> <li>III. Inne koszty operacyjne</li> </ul> <p>I. Zysk (strata) z działalności operacyjnej (F+G–H)</p> <p>J. Przychody finansowe</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>I. Dywidendy i udziały w zyskach, w tym: <ul style="list-style-type: none"> <li>– od jednostek powiązanych</li> </ul> </li> <li>II. Odsetki, w tym: <ul style="list-style-type: none"> <li>– od jednostek powiązanych</li> </ul> </li> <li>III. Zysk ze zbycia inwestycji</li> <li>IV. Aktualizacja wartości inwestycji</li> <li>V. Inne</li> </ul> <p>K. Koszty finansowe</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>I. Odsetki, w tym: <ul style="list-style-type: none"> <li>– dla jednostek powiązanych</li> </ul> </li> <li>II. Strata ze zbycia inwestycji</li> <li>III. Aktualizacja wartości inwestycji</li> <li>IV. Inne</li> </ul> <p>L. Zysk (strata) z działalności gospodarczej (I+J–K)</p>	<p>A. Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi, w tym:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– od jednostek powiązanych</li> </ul> <p>I. Przychody netto ze sprzedaży produktów</p> <p>II. Zmiana stanu produktów (zwiększenie – wartość dodatnia, zmniejszenie – wartość ujemna)</p> <p>III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby jednostki</p> <p>IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów</p> <p>B. Koszty działalności operacyjnej</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>I. Amortyzacja</li> <li>II. Zużycie materiałów i energii</li> <li>III. Usługi obce</li> <li>IV. Podatki i opłaty, w tym: <ul style="list-style-type: none"> <li>– podatek akcyzowy</li> </ul> </li> <li>V. Wynagrodzenia</li> <li>VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia</li> <li>VII. Pozostałe koszty rodzajowe</li> <li>VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów</li> </ul> <p>C. Zysk (strata) ze sprzedaży (A–B)</p> <p>D. Pozostałe przychody operacyjne</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych</li> <li>II. Dotacje</li> <li>III. Inne przychody operacyjne</li> </ul> <p>E. Pozostałe koszty operacyjne</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych</li> <li>II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych</li> <li>III. Inne koszty operacyjne</li> </ul> <p>F. Zysk (strata) z działalności operacyjnej (C+D–E)</p> <p>G. Przychody finansowe</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>I. Dywidendy i udziały w zyskach, w tym: <ul style="list-style-type: none"> <li>– od jednostek powiązanych</li> </ul> </li> <li>II. Odsetki, w tym: <ul style="list-style-type: none"> <li>– od jednostek powiązanych</li> </ul> </li> <li>III. Zysk ze zbycia inwestycji</li> <li>IV. Aktualizacja wartości inwestycji</li> <li>V. Inne</li> </ul>

Tab. 3. cd.

M. Wynik zdarzeń nadzwyczajnych (M.I.–M.II.) I. Zyski nadzwyczajne II. Straty nadzwyczajne N. Zysk (strata) brutto (L±M) O. Podatek dochodowy P. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty) R. Zysk (strata) netto (N–O–P)	H. Koszty finansowe I. Odsetki, w tym: – dla jednostek powiązanych II. Strata ze zbycia inwestycji III. Aktualizacja wartości inwestycji IV. Inne I. Zysk (strata) z działalności gospodarczej (F+G–H) J. Wynik zdarzeń nadzwyczajnych (J.I.–J.II.) I. Zyski nadzwyczajne II. Straty nadzwyczajne K. Zysk (strata) brutto (I±J) L. Podatek dochodowy M. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty) N. Zysk (strata) netto (K–L–M)
---	---

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie załącznika nr 1 Ustawy z 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. 2002 r., Nr 76, poz. 694, z późn. zm.

Niezależnie od wariantu prezentowania rachunku zysków i strat, sprawozdanie to sporządza się tzw. **metodą drabinkową**. Oznacza to, że ujmuje się naprzemiennie poszczególne rodzaje przychodów i zysków, odpowiadające im koszty i straty oraz wyniki finansowe liczone na różnych poziomach działalności. W sprawozdaniu tym wykazuje się oddzielnie<sup>65</sup>:

- a) przychody i koszty dotyczące sprzedaży produktów, towarów i materiałów,
- b) pozostałe przychody i koszty operacyjne,
- c) przychody i koszty finansowe,
- d) zyski i straty nadzwyczajne,
- e) obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty) za bieżący i poprzedni rok obrotowy.

Wariant kalkulacyjny i porównawczy rachunku zysków i strat sporządzane są zgodnie z **zasadą memoriałową**, która stanowi, że przychody i koszty, będące efektem zdarzeń gospodarczych, są uznawane w sprawozdaniu finansowym w okresie, w którym mają miejsce, a nie w okresie, w którym środki pieniężne są otrzymane lub zapłacone<sup>66</sup>. Warianty te różnią się między sobą jedynie sposobem wykazywania w sprawozdaniu finansowych przychodów i odpowiadającym ich kosztów związanych z podstawową działalnością operacyjną przedsiębiorstwa. Działalność

<sup>65</sup> M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 82.

<sup>66</sup> Szerzej: W. Gabrusewicz, *Sprawozdawczość...*, s. 183–185.

ta związana jest z uzyskiwaniem przychodów i generowaniem kosztów w trakcie normalnej działalności jednostki.

W **wariancie kalkulacyjnym rachunku zysków i strat** wykazuje się przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, będące kwotami należnymi przedsiębiorstwu za sprzedane produkty (wyroby gotowe i usługi), jak również towary i materiały<sup>67</sup>. Kwoty te wyrażone są w rzeczywistych cenach sprzedaży, tj. uwzględniają rabaty, opusty itp. bez podatku VAT, co oznacza, że przychody te są iloczynem sprzedanych produktów, towarów i materiałów oraz ich ceny sprzedaży netto. Przychodom ze sprzedaży odpowiadają koszty ich uzyskania. Koszty te klasyfikuje się w układzie kalkulacyjnym zgodnie z ich funkcją, tzn. jako<sup>68</sup>: a) koszty wytworzenia sprzedanych produktów, b) koszty sprzedaży oraz c) koszty ogólnego zarządu.

Z kolei w **wariancie porównawczym rachunku zysków i strat** do przychodów netto ze sprzedaży zalicza się również zmianę stanu produktów oraz koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby<sup>69</sup>. Obie te pozycje wynikają ze sposobu ujęcia kosztów. Koszty są bowiem ujmowane w układzie rodzajowym i zaliczamy do nich amortyzację, zużycie materiałów i energii, usługi obce, podatki i opłaty, wynagrodzenia, ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia oraz pozostałe koszty rodzajowe<sup>70</sup>.

Drugim segmentem rachunku zysków i strat jest **pozostała działalność operacyjna**. Jest ona pośrednio związana z działalnością podstawową jednostki gospodarczej. Pozostałe przychody i koszty operacyjne są w szczególności związane ze zbyciem niefinansowych aktywów trwałych oraz odpisami aktualizującymi wartość aktywów niefinansowych i ich korektami.

Pozostałe przychody operacyjne mają następującą strukturę<sup>71</sup>:

- a) zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych – ujmowane w wartości netto, czyli jako różnice między uzyskanymi ze sprzedaży składników majątku trwałego przychodami a kosztami poniesionymi na ich osiągnięcie. Do kosztów tych zalicza się np. wartość bieżącą sprzedanych środków trwałych, koszty ich sprzedaży (ogłoszenia, organizacja przetargu) czy koszty likwidacji;
- b) dotacje – otrzymane i przyznane dotacje, subwencje, dopłaty, nieodpłatnie otrzymane materiały itp.;

67 E. Śnieżek, E. Walińska, M. Frendzel, J. Stępień-Andrzejewska, *op. cit.*, s. 277–278.

68 K.G. Świdorska, W. Więclaw (red.), *op. cit.*, s. 10–65–10–75.

69 E. Śnieżek, E. Walińska, M. Frendzel, J. Stępień-Andrzejewska, *op. cit.*, s. 276–277.

70 W. Gabrusewicz, J. Samelak (red.), *op. cit.*, s. 157–163.

71 I. Olchowicz, A. Tłaczała, *Sprawozdanie finansowe według krajowych i międzynarodowych standardów*, Difin, Warszawa 2008, s. 236–239.

- c) inne przychody operacyjne – przychody związane z likwidacją środków trwałych, otrzymane odszkodowania, kary, umorzone zobowiązania, przychody związane z działalnością socjalną (np. zyski z funkcjonowania przyzakładowych przedszkoli) itp.

Z kolei pozostałe koszty operacyjne stanowi<sup>72</sup>:

- a) strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych – ujemna różnica między przychodami uzyskanymi ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych (niebędącymi inwestycjami) a związanymi z nimi kosztami,
- b) aktualizacja wartości aktywów niefinansowych – koszty związane z utratą wartości przez aktywa rzeczowe,
- c) inne koszty operacyjne, takie jak np. koszty związane z działalnością socjalną, koszty likwidacji środków trwałych, nieodpłatne przekazanie darowizny, zapłacone lub wymagane odszkodowania, kary, grzywny, koszty postępowania windykacyjnego, koszty utworzenia rezerwy na prawdopodobne zobowiązania, związane ze stratami z operacji gospodarczych.

Trzecim segmentem rachunku zysków i strat jest **działalność finansowa** przedsiębiorstwa. W tej części sprawozdania prezentowane są przychody i koszty wynikające z transakcji związanych z działalnością inwestycyjną i finansową<sup>73</sup>. Do przychodów finansowych zaliczamy<sup>74</sup>:

- a) dywidendy i udziały w zyskach – otrzymane przez spółkę dywidendy ujmowane w momencie powzięcia przez walne zgromadzenie wspólników uchwały o podziale zysku,
- b) odsetki – naliczone odsetki od udzielonych pożyczek i wierzytelności własnych, odsetki za zwłokę przy regulacji z tytułu dostaw i usług oraz odsetki od posiadanych aktywów finansowych,
- c) zysk ze zbycia inwestycji – wyrażona w wartości netto nadwyżka przychodów finansowych nad wartością bilansową aktywów finansowych na dzień ich sprzedaży,
- d) aktualizację wartości inwestycji – wartość tej pozycji wynika z wyceny na dzień bilansowy aktywów finansowych,
- e) inne – np. nadwyżka dodatnich różnic kursowych nad ujemnymi.

Kolejnym obszarem wykazywanym w rachunku zysków i strat są **zyski i straty nadzwyczajne**<sup>75</sup>. Powstają one na skutek zdarzeń trudnych do przewidzenia, poza działalnością operacyjną jednostki i nie są związa-

72 W. Gabrusewicz, J. Samelak (red.), *op. cit.*, s. 191–195.

73 E. Walińska, A. Wencel, A. Jurewicz, J. Gad, *op. cit.*, s. 270–278; K. Sawicki, *Rachunkowość...*, s. 272–278.

74 E. Śnieżek, *Wprowadzenie...*, s. 255–256; I. Olchowicz, *Podstawy rachunkowości*, Difin, Warszawa 2001, s. 232.

75 Z. Messner, J. Pfaff, *op. cit.*, s. 238–239.

ne z ogólnym ryzykiem jej prowadzenia. Należą do nich w szczególności skutki zdarzeń losowych: trzęsienia ziemi, powodzi, pożaru, wichury itp.

W konstrukcji rachunku zysków i strat występuje kilka rodzajów wyniku finansowego, tj. wynik ze sprzedaży, wynik z działalności operacyjnej, wynik z działalności gospodarczej, wynik brutto oraz wynik netto. Wyniki te są ściśle powiązane z pięcioma zasadniczymi poziomami tworzenia wyniku finansowego, czyli poziomem eksploatacyjnym (operacyjnym), poziomem finansowym, poziomem nadzwyczajnym, poziomem brutto oraz poziomem netto (zob. rys. 2).

Poziomy tworzenia wyniku finansowego	Poziom operacyjny	<p><b>Wynik ze sprzedaży</b> – w wariantcie porównawczym jest to różnica między przychodami netto ze sprzedaży i kosztami działalności operacyjnej, a w wariantcie kalkulacyjnym jest to różnica między wynikiem brutto ze sprzedaży a kosztami sprzedaży i ogólnego zarządu.</p>
		<p><b>Wynik z działalności operacyjnej</b> – to suma wyniku ze sprzedaży i salda pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych.</p>
	Poziom finansowy	<p><b>Wynik z działalności gospodarczej</b> – to wynik z działalności operacyjnej powiększony o przychody finansowe i pomniejszony o koszty finansowe.</p>
	Poziom nadzwyczajny	<p><b>Wynik zdarzeń nadzwyczajnych</b> – to różnica między zyskami nadzwyczajnymi a stratami nadzwyczajnymi.</p>
	Poziom brutto	<p><b>Wynik brutto</b> – to wynik z działalności gospodarczej skorygowany o wynik zdarzeń nadzwyczajnych.</p>
	Poziom netto	<p><b>Wynik netto</b> – to wynik brutto po uwzględnieniu obowiązkowych zmniejszeń zysku lub zwiększeń straty.</p>

**Rysunek 2.** Powiązania między rodzajami wyniku finansowego a poziomami jego tworzenia

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: W. Gabrusewicz, Z. Kołaczyk (red.), *Rachunkowość finansowa. Część II zaawansowana*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2006, s. 475–504

Zauważyć należy, iż wyniki z operacji finansowych i operacji nadzwyczajnych mają charakter neutralny, tj. nie są związane z działalnością podstawową jednostki<sup>76</sup>.

<sup>76</sup> T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Znowelizowana ustawa o rachunkowości a analiza finansowa*, „Rachunkowość” 2002, nr 10, s. 16.

Pierwszym krokiem w badaniu tego sprawozdania finansowego jednostki jest **wstępna analiza rachunku zysków i strat**<sup>77</sup>. Analiza ta pozwala ustalić zasadnicze źródła wypracowanego wyniku finansowego przedsiębiorstwa w danym okresie badawczym. Zmiana wyniku netto wynika bowiem ze zmian na różnych poziomach zysku, a więc zmian poszczególnych pozycji przychodów i kosztów. Analiza ta dzieli się na dwie zasadnicze analizy, tj. analizę poziomą oraz analizę pionową rachunku zysków i strat<sup>78</sup>.

**Analiza pozioma rachunku zysków i strat** polega na zbadaniu zmian w czasie poszczególnych elementów tego sprawozdania finansowego, tj. przychodów, kosztów oraz wyników na różnych poziomach. Tak samo jak w przypadku wstępnej analizy bilansu, można tutaj badać następujące rodzaje zmian:

- a) zmiany absolutne (bezwzględne) będące różnicą wartości wybranej pozycji przychodów, kosztów lub wyników z rachunku zysków i strat między okresem badanym a okresem poprzednim lub bazowym,
- b) zmiany względne odzwierciedlające stosunek zmiany bezwzględnej do wartości bazowej wybranej pozycji z rachunku zysków i strat przedsiębiorstwa lub wykorzystujące indeksy indywidualne.

Z kolei **analiza pionowa rachunku zysków i strat** polega na ustaleniu i ocenie udziału poszczególnych elementów tego sprawozdania finansowego w ogólnej kwocie przychodów. Na ogólną kwotę przychodów składa się suma przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, pozostałe przychody operacyjne, przychody finansowe oraz zyski nadzwyczajne. Podstawę ustalenia wskaźników struktury mogą stanowić również tylko przychody ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, w przypadku gdy udział pozostałych przychodów w przychodach ogółem jest niewielki<sup>79</sup>.

Przy analizie sprawozdań finansowych, sporządzanych wedle Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (MSR), warto wskazać także na sprawozdanie z całkowitych dochodów. Jego istota sprowadza się do łącznej prezentacji tradycyjnego wyniku finansowego netto oraz wyniku całkowitego, który do końca 2008 r. był prezentowany wyłącznie w kapitale własnym. Natomiast od 1 stycznia 2009 r. informacje te ujawniane są w jednym zestawieniu – sprawozdaniu z całkowitych dochodów.

77 Szerzej: M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena...*, s. 101–109.

78 T. Juja (red.), *op. cit.*, s. 63–65.

79 M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 89.

**Wynik (dochód, zysk) całościowy (całkowity)**, niekiedy nazywany globalnym (ang. *comprehensive income*), uwzględnia, poza wynikiem finansowym, również przychody i koszty, które zgodnie z przyjętymi konwencjami rachunkowości wpływają bezpośrednio na kapitał własny, m.in. skutki zmian wartości niektórych instrumentów finansowych, skutki przeszacowania wartości aktywów trwałych itp.<sup>80</sup> Kategoria wyniku całościowego jest związana z całkowitymi dochodami przedsiębiorstwa, dlatego też niejednokrotnie wynik całościowy nazywany jest całkowitym dochodem przedsiębiorstwa<sup>81</sup>.

Koncepcja wyniku całościowego, jak podaje E. Walińska, to nic innego jak próba „oczyszczenia” kapitału własnego z przychodów/kosztów, czyli kategorii niezależnych od właścicieli tego kapitału<sup>82</sup>. Koncepcja wyniku całościowego zakłada zatem, iż wartość bilansowa przedsiębiorstwa jest kształtowana przez decyzje właścicieli oraz te wielkości, na które nie mają oni bezpośredniego wpływu.

Wynik całościowy oznacza zatem sumę dwóch wyników: tradycyjnego wyniku finansowego netto za okres oraz wyniku ustalanego nietradycyjnie, czyli tzw. wyniku kapitałowego, ujętego w kapitale własnym z pominięciem rachunku zysków i strat<sup>83</sup>. Można powiedzieć, że koncepcja wyniku całościowego stanowi niejako połączenie rachunku zysków i strat „wynikowego” z „kapitałowym” (zob. rys. 3).

Suma całkowitych dochodów, jak podaje H. Buk, to zmiana w kapitale własnym w ciągu okresu, która nastąpiła na skutek transakcji oraz innych zdarzeń, inna niż zmiany wynikające z transakcji dokonywanych z właścicielami występującymi w charakterze udziałowców<sup>84</sup>. Nadto autorka ta wskazuje, iż całkowite dochody ogółem obejmują wszystkie składniki „zysków i strat” oraz „inne całkowite dochody” (zob. rys. 4).

---

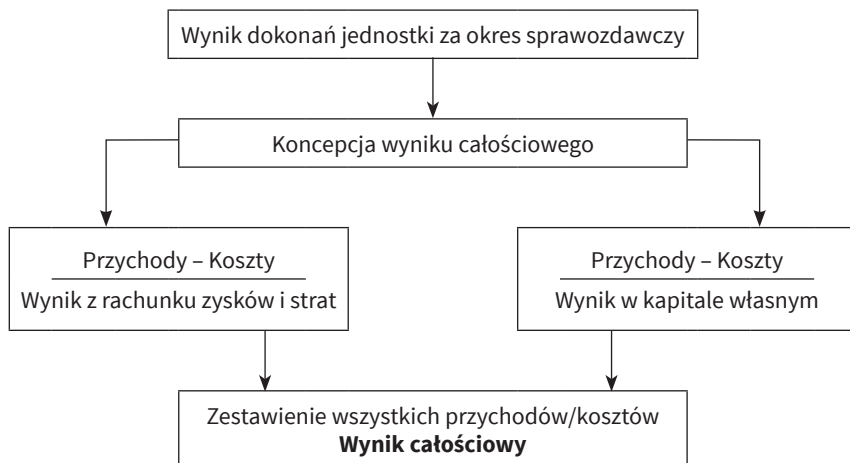
80 M. Marcinkowska, *Ocena działalności instytucji finansowych*, Difin, Warszawa 2007, s. 264.

81 E. Walińska, *Zasady wyceny kapitału własnego oraz jego ujawniania*, [w:] E. Walińska (red.), *Sprawozdanie finansowe według MSSF. Zasady prezentacji i ujawniania informacji*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2011, s. 219.

82 E. Walińska, A. Jurewicz, *Ewolucja sprawozdania finansowego w wymiarze międzynarodowym*, [w:] E. Walińska (red.), *Sprawozdanie...*, s. 28.

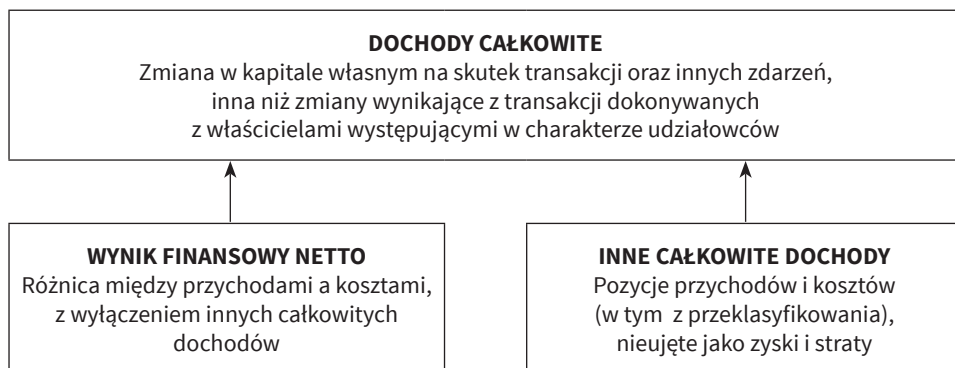
83 A. Sajnog, *Zysk całkowity na tle nośników wartości rynkowej przedsiębiorstwa*, [w:] G. Łukasik, H. Zadora (red.), *Finanse – problemy – decyzje 2014*, „Studia Ekonomiczne”, nr 198, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014, s. 64.

84 H. Buk, *Zróżnicowana informacja o dochodach spółki w zależności od stosowanych standardów sprawozdawczości finansowej*, [w:] J. Duraj (red.), *Instrumenty kształtowania dochodowości i rentowności przedsiębiorstwa*, „Acta Universitatis Lodziensis”, Folia Oeconomica 2013, nr 278, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013, s. 9.



**Rysunek 3.** Koncepcja wyniku całościowego

**Źródło:** E. Walińska, A. Jurewicz, *Ewolucja sprawozdania finansowego w wymiarze międzynarodowym*, [w:] E. Walińska (red.), *Sprawozdanie finansowe według MSSF. Zasady prezentacji i ujawniania informacji*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2011, s. 28



**Rysunek 4.** Dochody całkowite przedsiębiorstwa

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: H. Buk, *Zróżnicowana informacja o dochodach spółki w zależności od stosowanych standardów sprawozdawczości finansowej*, [w:] J. Duraj (red.), *Instrumenty kształtowania dochodowości i rentowności przedsiębiorstwa*, „Acta Universitatis Lodzensis”, Folia Oeconomica 2013, nr 278, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013, s. 9–10

Podobnie jak w odniesieniu do sprawozdania z sytuacji finansowej (bilansu), MSR nie określają zalecanego wzoru pełnego układu sprawoz-

dania z całkowitych dochodów<sup>85</sup>. Wskazują jedynie kilka pozycji za dany okres sprawozdawczy, jakie należy co najmniej zamieścić, w tym:

- 1) przychody,
- 2) koszty finansowe,
- 3) udział w zyskach i stratach jednostek stowarzyszonych i wspólnych przedsięwzięć wycenianych i rozliczanych zgodnie z metodą praw własności,
- 4) obciążenia z tytułu podatków,
- 5) sumę kwot z tytułu: zysku lub straty po opodatkowaniu na działalność zaniechanej, zysku lub straty po opodatkowaniu ujętej w momencie przeszacowania do wartości godziwej, pomniejszonej o koszty zbycia, lub w momencie zbycia aktywów lub grupy do zbycia, stanowiących działalność zaniechaną,
- 6) zysk lub stratę netto,
- 7) każdy składnik innych całkowitych dochodów sklasyfikowanych według rodzaju,
- 8) całkowite dochody ogółem.

Zysk na sprzedaży	RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT	SPRAWOZDANIE Z CAŁKOWITYCH DOCHODÓW
Zysk z działalności operacyjnej		
Zysk przed opodatkowaniem		
Zysk netto		
Inne całkowite dochody		
Całkowite dochody netto (wynik całościowy)		

**Rysunek 5.** Uproszczony układ sprawozdania z całkowitych dochodów

**Źródło:** A. Sajnog, *Rola zysku całkowitego w ocenie dokonania spółek giełdowych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 803; „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 66, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2014, s. 479

85 *Międzynarodowy Standard Rachunkowości nr 1 „Prezentacja sprawozdań finansowych”*, [w:] Rozporządzenie Komisji (WE) nr 1274/2008 z dnia 17 grudnia 2008 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1126/2008 przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do Międzynarodowego Standardu Rachunkowości (MSR) nr 1, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej L 339/3 z dnia 18 grudnia 2008 r.

Wskazać należy, iż jednostki stosujące MSR mogą dokonać wyboru, czy koszty i przychody będą wykazane w pojedynczym sprawozdaniu z całkowitych dochodów czy dwóch sprawozdaniach<sup>86</sup>:

- a) jednostkowym rachunku zysków i strat oraz
- b) w drugim sprawozdaniu, które rozpoczyna się od zysku lub straty i przedstawia składniki innych całkowitych dochodów (zob. rys. 5).

A. Szychta podaje, iż sprawozdanie z całkowitych dochodów składa się generalnie z dwóch części:

- 1) rachunku zysków i strat sporządzonego w tradycyjnym ujęciu oraz
- 2) zmian w kapitale własnym niezwiązanych z właścicielami oraz ich skutków podatkowych<sup>87</sup>.

Kategoria „innych całkowitych dochodów” stanowi te pozycje przychodów i kosztów (w tym korekty wynikające z przeklasyfikowania), które nie zostały ujęte jako zyski i straty zgodnie z tym, jak tego wymagają lub na co zezwalają inne MSSF. **Składniki innych całkowitych dochodów to przychody lub koszty rozliczane bezpośrednio kapitałem własnym.** Wśród nich można wymienić:

- a) zmiany w nadwyżce z przeszacowania,
- b) zyski i straty aktuarialne z tytułu programu określonych świadczeń,
- c) zyski i straty wynikające z przeliczenia pozycji sprawozdania finansowego jednostki działającej za granicą,
- d) zyski i straty z tytułu przeszacowania składników aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży,
- e) efektywną część zysków i strat związanych z instrumentem zabezpieczającym w ramach zabezpieczenia przepływów pieniężnych,
- f) zmianę wartości godziwej określonych zobowiązań, dla których wybrano metodę wyceny przez wynik, którą można przypisać do zmian ryzyka kredytowego zobowiązania<sup>88</sup>.

Głównym celem sporządzania sprawozdania z całkowitych dochodów dla użytkowników sprawozdań finansowych jest koncentracja na tych komponentach, które składają się na całkowity dochód, a nie na ograni-

---

86 A. Sajnog, *Analiza komparatywna wartości dochodu całkowitego i zysku netto w perspektywie corporate governance*, „Studia Prawno-Ekonomiczne”, TOM XCI/2, Łódzkie Towarzystwo Naukowe, Łódź 2014, s. 325–344.

87 A. Szychta, *Pomiar i prezentowanie wyniku całościowego spółki kapitałowej w sprawozdaniu finansowym*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2012, t. 59.

88 H. Buk, *op. cit.*, s. 10.

czaniu analizy wyłącznie do kwot zysku netto i zysku na akcję. Raportowanie wyniku całościowego wraz z przedstawieniem jego komponentów jest konieczne dla użytkowników sprawozdań finansowych w celu pełnego zrozumienia i poprawnej analizy ekonomicznej oraz wyników finansowych przedsiębiorstwa. Informacje zawarte w sprawozdaniu z całkowitych dochodów powinny być pomocne inwestorom, kredytodawcom i innym odbiorcom w ocenie działań jednostki, terminowości i wielkości jej przyszłych przepływów pieniężnych<sup>89</sup>.

### 2.3. Analiza rachunku przepływów pieniężnych

**Przepływy pieniężne** są różnie definiowane w literaturze przedmiotu. Ogólnie odzwierciedlają strumień wpływów i wydatków przedsiębiorstwa związanych z jego działalnością gospodarczą<sup>90</sup>. Najczęściej kojarzone są z nadwyżkami finansowymi netto (środkami pieniężnymi netto<sup>91</sup>) rozumianymi jako różnica między wpływami a wydatkami<sup>92</sup>. Wpływy dotyczą wszystkich zasileń pieniężnych przedsiębiorstwa bez względu na źródło ich pochodzenia, zaś wydatki obejmują strumień gotówki „wypływający” z przedsiębiorstwa.

**Nadwyżka finansowa netto**, powszechnie określana z języka angielskiego jako *cash flow*, nie ma w literaturze jednakowej i ogólnie przyjętej definicji. Ogólnie *cash flow* można zdefiniować jako różnicę między wpływami pieniężnymi pochodzącymi z różnych sfer podmiotu

---

89 B. Bek-Gaik, *Sprawozdanie z całkowitych dochodów jako nowy element sprawozdania finansowego – wybrane aspekty teoretyczne i praktyczne*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników przedsiębiorstw i ocena efektywności inwestycji*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 760, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 59, Szczecin 2013, s. 25.

90 T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu, Poznań 1997, s. 351 i nast.

91 Warto zaznaczyć rozróżnienie trzech pojęć:

- a) przepływy pieniężne – wydatki i wpływy środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w jednostce;
- b) środki pieniężne – aktywa pieniężne, znajdujące się w obrocie gotówkowym lub w obrocie następującym za pośrednictwem bieżących rachunków bankowych; zalicza się do nich gotówkę w kasie oraz depozyty płatne na żądanie;
- c) ekwiwalenty środków pieniężnych – aktywa pieniężne niezaliczane do środków pieniężnych i inne aktywa finansowe, które charakteryzują się wysokim stopniem płynności, nieznacznym ryzykiem utraty wartości oraz krótkim terminem płatności lub wymagalności – por. J. Ostaszewski, T. Cicerko, *Finanse spółki akcyjnej*, Difin, Warszawa 2005, s. 35.

92 M. Wypych (red.), *op. cit.*, s. 141.

gospodarczego a jego wydatkami pieniężnymi związanymi z działalnością operacyjną, inwestycyjną i finansową<sup>93</sup>.

Wielość definicji *cash flow* wynika głównie ze sposobu sporządzania rachunku przepływów pieniężnych<sup>94</sup>, tj.:

- a) *cash flow* = wynik finansowy + amortyzacja,
- b) *cash flow* = wynik finansowy + przyrost rezerw tworzonych z zysku,
- c) *cash flow* = wynik finansowy + amortyzacja + przyrost rezerw tworzonych z zysku + inne koszty niepieniężne (niebędące wydatkami),
- d) *cash flow* = wynik finansowy + koszty niepieniężne (niebędące wydatkami) – przychody niepieniężne (niebędące wpływami)<sup>95</sup>.

Rachunek przepływów pieniężnych (zwany również sprawozdaniem z przepływów pieniężnych lub sprawozdaniem *cash flow*<sup>96</sup>) jest sprawozdaniem przedstawiającym zmiany sytuacji finansowej wywołane przez strumienie pieniężne<sup>97</sup>. Wpływy i wydatki środków pieniężnych przedstawiane są zgodnie z **zasadą kasową**<sup>98</sup>, czyli w momencie, w którym rzeczywiście nastąpią. Sprawozdanie *cash flow* przedstawia przepływy środków pieniężnych w podziale na trzy rodzaje działalności przedsiębiorstwa, tj.<sup>99</sup>:

- a) działalność operacyjną – obejmującą wpływy i wydatki związane z podstawowym rodzajem działalności, niezaliczone do działalności inwestycyjnej lub finansowej;
- b) działalność inwestycyjną – dotyczącą nabywania lub zbywania składników majątku trwałego oraz krótkoterminowych aktywów finansowych;
- c) działalność finansową – polegającą na pozyskiwaniu lub utracie źródeł finansowania (zob. rys. 6).

93 J. Ostaszewski, T. Cicirko, *op. cit.*, s. 31.

94 R. Buchner, *Grundzüge der Finanzanalyse*, Oldenbourg Verlag, München 1981, s. 114.

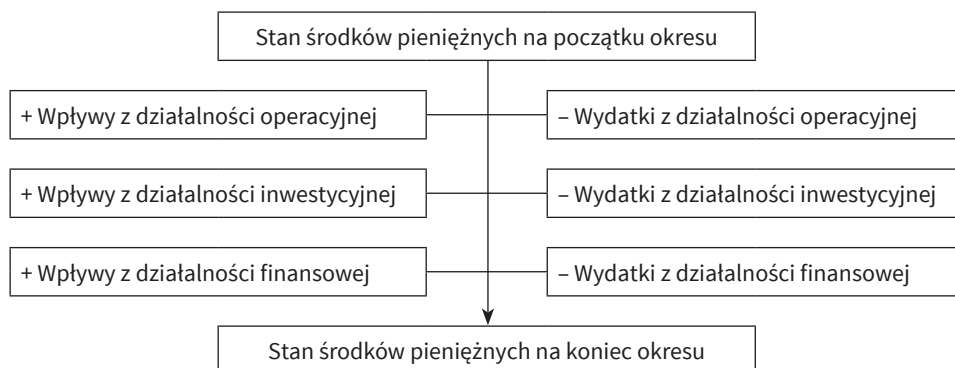
95 L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj, E. Kurtys, T. Waśniewski, B. Wersty, *op. cit.*, s. 119.

96 E. Śnieżek, *Przewodnik po cash flow. Część I*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 5.

97 Por.: C.W. Mulford, E.E. Comiskey, *Creative Cash Flow Reporting: Uncovering Sustainable Financial Performance*, 1st edition, Wiley 2005; G. Michalski, *Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 52–55.

98 Szerzej o zasadach sporządzania rachunku przepływów pieniężnych w: E. Walińska (red.), *Rachunkowość, rachunkowość i sprawozdawczość finansowa*, Meritum, Dom Wydawniczy ABC Grupa Wolters Kluwer, Warszawa 2012, s. 1867–1904.

99 E. Śnieżek, *Wprowadzenie...*, s. 347–350; M. Wypych (red.), *op. cit.*, s. 173.



**Rysunek 6.** Ogólne zestawienie środków pieniężnych

Źródło: opracowanie własne

Rachunek *cash flow* w zakresie działalności operacyjnej może być sporządzany metodą bezpośrednią lub pośrednią<sup>100</sup>.

**Metoda bezpośrednia** polega na wykazywaniu poszczególnych tytułów wpływów i wydatków środków pieniężnych. Z kolei **metoda pośrednia** zakłada korekty wyniku finansowego netto w celu przekształcenia go w przepływy pieniężne z działalności operacyjnej. Wskazać należy, że bez względu na rodzaj stosowanej metody wysokość kwoty przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej pozostaje taka sama. Z kolei przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej i finansowej sporządzane są według metody bezpośredniej (zob. tab. 4).

**Tabela 4.** Rachunek przepływów pieniężnych przedsiębiorstw innych niż banki i zakłady ubezpieczeń

Metoda bezpośrednia	Metoda pośrednia
A. Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej I. Wpływy 1. Sprzedaż 2. Inne wpływy z działalności operacyjnej II. Wydatki 1. Dostawy i usługi 2. Wynagrodzenia netto 3. Ubezpieczenia społeczne i zdrowotne oraz inne świadczenia	A. Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej I. Zysk (strata) netto II. Korekty razem 1. Amortyzacja 2. Zyski (straty) z tytułu różnic kursowych 3. Odsetki i udziały w zyskach (dywidendy) 4. Zysk (strata) z działalności inwestycyjnej

100 H. Buk (red.), *op. cit.*, s. 178–190; E. Śnieżek, *Rachunek...*, s. 61–87.

Tab. 4. cd.

Metoda bezpośrednia	Metoda pośrednia
<p>4. Podatki i opłaty o charakterze publicznoprawnym</p> <p>5. Inne wydatki operacyjne</p> <p>III. Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej (I-II)</p> <p>B. Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej</p> <p>I. Wpływy</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Zbycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych</li> <li>2. Zbycie inwestycji w nieruchomości oraz wartości niematerialne i prawne</li> <li>3. Z aktywów finansowych, w tym: <ol style="list-style-type: none"> <li>a) w jednostkach powiązanych</li> <li>b) w pozostałych jednostkach <ul style="list-style-type: none"> <li>- zbycie aktywów finansowych,</li> <li>- dywidendy i udziały w zyskach</li> <li>- spłata udzielonych pożyczek długoterminowych</li> <li>- odsetki</li> <li>- inne wpływy z aktywów finansowych</li> </ul> </li> </ol> </li> <li>4. Inne wpływy inwestycyjne</li> </ol> <p>II. Wydatki</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Nabycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych</li> <li>2. Inwestycje w nieruchomości oraz wartości niematerialne i prawne</li> <li>3. Na aktywa finansowe, w tym: <ol style="list-style-type: none"> <li>a) w jednostkach powiązanych</li> <li>b) w pozostałych jednostkach <ul style="list-style-type: none"> <li>- nabycie aktywów finansowych</li> <li>- udzielone pożyczki długoterminowe</li> </ul> </li> </ol> </li> <li>4. Inne wydatki inwestycyjne</li> </ol> <p>III. Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej (I-II)</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>5. Zmiana stanu rezerw</li> <li>6. Zmiana stanu zapasów</li> <li>7. Zmiana stanu należności</li> <li>8. Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych, z wyjątkiem pożyczek i kredytów</li> <li>9. Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych</li> <li>10. Inne korekty</li> </ol> <p>III. Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej (I±II)</p> <p>B. Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej</p> <p>I. Wpływy</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Zbycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych</li> <li>2. Zbycie inwestycji w nieruchomości oraz wartości niematerialne i prawne</li> <li>3. Z aktywów finansowych, w tym: <ol style="list-style-type: none"> <li>a) w jednostkach powiązanych</li> <li>b) w pozostałych jednostkach <ul style="list-style-type: none"> <li>- zbycie aktywów finansowych,</li> <li>- dywidendy i udziały w zyskach</li> <li>- spłata udzielonych pożyczek długoterminowych</li> <li>- odsetki</li> <li>- inne wpływy z aktywów finansowych</li> </ul> </li> </ol> </li> <li>4. Inne wpływy inwestycyjne</li> </ol> <p>II. Wydatki</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Nabycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych</li> <li>2. Inwestycje w nieruchomości oraz wartości niematerialne i prawne</li> <li>3. Na aktywa finansowe, w tym: <ol style="list-style-type: none"> <li>a) w jednostkach powiązanych</li> <li>b) w pozostałych jednostkach <ul style="list-style-type: none"> <li>- nabycie aktywów finansowych</li> <li>- udzielone pożyczki długoterminowe</li> </ul> </li> </ol> </li> <li>4. Inne wydatki inwestycyjne</li> </ol> <p>III. Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej (I-II)</p>

Metoda bezpośrednia	Metoda pośrednia
<p>C. Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej</p> <p>I. Wpływy</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Wpływy netto z wydania udziałów (emisji akcji) i innych instrumentów kapitałowych oraz dopłat do kapitału</li> <li>2. Kredyty i pożyczki</li> <li>3. Emisja dłużnych papierów wartościowych</li> <li>4. Inne wpływy finansowe</li> </ol> <p>II. Wydatki</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Nabycie udziałów (akcji) własnych</li> <li>2. Dywidendy i inne wypłaty na rzecz właścicieli</li> <li>3. Inne niż wypłaty na rzecz właścicieli wydatki z tytułu podziału zysku</li> <li>4. Spłaty kredytów i pożyczek</li> <li>5. Wykup dłużnych papierów wartościowych</li> <li>6. Z tytułu innych zobowiązań finansowych</li> <li>7. Płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego</li> <li>8. Odsetki</li> <li>9. Inne wydatki finansowe</li> </ol> <p>III. Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej (I–II)</p> <p>D. Przepływy pieniężne netto, razem (A.III±B.III±C.III)</p> <p>E. Bilansowa zmiana stanu środków pieniężnych, w tym:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– zmiana stanu środków pieniężnych z tytułu różnic kursowych</li> </ul> <p>F. Środki pieniężne na początek okresu</p> <p>G. Środki pieniężne na koniec okresu (F±D), w tym:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– o ograniczonej możliwości dysponowania</li> </ul>	<p>C. Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej</p> <p>I. Wpływy</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Wpływy netto z wydania udziałów (emisji akcji) i innych instrumentów kapitałowych oraz dopłat do kapitału</li> <li>2. Kredyty i pożyczki</li> <li>3. Emisja dłużnych papierów wartościowych</li> <li>4. Inne wpływy finansowe</li> </ol> <p>II. Wydatki</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Nabycie udziałów (akcji) własnych</li> <li>2. Dywidendy i inne wypłaty na rzecz właścicieli</li> <li>3. Inne niż wypłaty na rzecz właścicieli wydatki z tytułu podziału zysku</li> <li>4. Spłaty kredytów i pożyczek</li> <li>5. Wykup dłużnych papierów wartościowych</li> <li>6. Z tytułu innych zobowiązań finansowych</li> <li>7. Płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego</li> <li>8. Odsetki</li> <li>9. Inne wydatki finansowe</li> </ol> <p>III. Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej (I–II)</p> <p>D. Przepływy pieniężne netto, razem (A.III±B.III±C.III)</p> <p>E. Bilansowa zmiana stanu środków pieniężnych, w tym:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– zmiana stanu środków pieniężnych z tytułu różnic kursowych</li> </ul> <p>F. Środki pieniężne na początek okresu</p> <p>G. Środki pieniężne na koniec okresu (F±D), w tym:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– o ograniczonej możliwości dysponowania</li> </ul>

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie załącznika nr 1 Ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. 2002 r., Nr 76, poz. 694, z późn. zm.

Wstępna analiza rachunku przepływów pieniężnych jest uzupełnieniem wstępnej analizy dwóch poprzednich elementów sprawozdania finansowego przedsiębiorstw, gdyż umożliwia ona charakterystykę tych

aspektów działalności spółki, które nie są w nich zawarte i wyeksponowane. Chodzi tutaj o pieniężną efektywność działalności operacyjnej, inwestycyjnej oraz finansowej. Ponadto, rachunek ten dostarcza również informacji dotyczących płynności i wypłacalności spółki<sup>101</sup>.

Na wstępną analizę rachunku przepływów pieniężnych składają się<sup>102</sup>:

- a) czytanie,
- b) analiza pozioma oraz
- c) analiza pionowa.

**Czytanie** to prosta analiza mająca dostarczyć informacji nt. ogólnej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Badanie to uwzględnia trzy rodzaje działalności oraz kierunki przepływów pieniężnych („+” oznacza nadwyżkę środków, a „-” ich niedobór). Istnieje osiem wariantów sytuacji finansowej przedsiębiorstwa (zob. rys. 7).

W prawidłowo funkcjonującym przedsiębiorstwie saldo przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej powinno być dodatnie. Środki generowane z tej działalności powinny być przeznaczone na pokrycie wydatków związanych z pozostałymi rodzajami działalności. Z kolei działalność inwestycyjna wykazuje często ujemne saldo przepływów. Związane jest to z reprodukcją rozszerzoną rzeczowych aktywów trwałych. Natomiast saldo z działalności finansowej może być zarówno dodatnie, jak i ujemne.

Kolejnym elementem wstępnej analizy rachunku przepływów pieniężnych jest **analiza pozioma**<sup>103</sup>. Polega ona na ustaleniu i ocenie zmian poszczególnych pozycji tego sprawozdania w czasie. Zmiany te wyraża się kwotowo lub procentowo. Wyrażają one wzrost lub spadek wartości poszczególnych pozycji rachunku *cash flow*.

Trzecim elementem analizy wstępnej jest **analiza pionowa** rachunku przepływów pieniężnych. W badaniu tym wylicza się procentowy udział poszczególnych pozycji sprawozdania w ogólnej kwocie, która stanowi podstawę odniesienia. Pozwala ona na określenie udziału poszczególnych rodzajów działalności we wpływach i wydatkach ogółem oraz określenie podstawowych pozycji przepływów. Ponadto, można również badać strukturę wpływów i wydatków w ramach poszczególnych rodzajów działalności.

---

101 Szerzej: M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena...*, s. 121–134.

102 Szerzej: H. Buk (red.), *op. cit.*, s. 198–203; T. Juja, *op. cit.*, s. 88–95.

103 T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Analiza...*, s. 144–154.

Warianty	Działalność			Ogólna charakterystyka analizowanego przedsiębiorstwa
	opera- cyjna	inwe- stycyjna	finanso- wa	
1	+	+	+	Bardzo wysoka płynność finansowa; świadczy o przygotowaniu przedsiębiorstwa do przedsięwzięć rozwojowych; rzadko spotykana w praktyce sytuacja finansowa.
2	+	-	-	Jeżeli całkowite saldo przepływów pieniężnych jest dodatnie, oznacza to, że kwota wygenerowanej nadwyżki operacyjnej wystarcza na pokrycie działalności inwestycyjnej i finansowej, jeżeli ujemne, to jest to sygnał o trudnościach finansowych spółki (przejdziowych lub trwałych).
3	+	+	-	Może oznaczać sytuację pozytywną (np. procesy restrukturyzacyjne) lub negatywną (trudności w regulowaniu zobowiązań i wyprzedaż składników aktywów trwałych).
4	+	-	+	Przedsiębiorstwo jest najprawdopodobniej spółką rozwijającą się. Przepływy z działalności operacyjnej nie wystarczają na pokrycie wydatków inwestycyjnych, które przedsiębiorstwo finansuje długiem. Sytuacja ta jest poprawna.
5	-	+	+	Niedobór środków finansowych z działalności operacyjnej pokrywany jest środkami pochodzącymi ze sprzedaży aktywów trwałych i zewnętrznych źródeł finansowania. Sytuacja ta odbierana jest przez wierzycieli jako przejściowe problemy finansowe spółki.
6	-	-	+	Sytuacja ta jest charakterystyczna dla spółek młodych, rozwijających się i dobrze rokujących na przyszłość. Nadwyżki wydatków nad wpływami z działalności operacyjnej i inwestycyjnej są finansowane przez wierzycieli, którzy oceniają perspektywy rozwoju spółki jako dobre.
7	-	+	-	Sytuacja ta świadczy o trudnościach finansowych przedsiębiorstwa. Spółki te starają się pokryć ujemne przepływy operacyjne oraz spłacić zobowiązania ze środków pochodzących ze sprzedaży aktywów trwałych.
8	-	-	-	Utrzymanie takiej sytuacji w długim okresie sygnalizuje prawdopodobieństwo bankructwa.

**Rysunek 7.** Warianty przepływów pieniężnych w przedsiębiorstwie

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: M. Jerzemowska, *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2004, s. 102–103

### 3. Analiza wskaźnikowa przedsiębiorstwa

Analiza wskaźnikowa jest jednym z narzędzi oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa<sup>104</sup>. Jej zasadniczym celem jest pogłębienie i uszczegółowienie wyników badań uzyskanych w drodze przeprowadzenia wstępnej analizy sprawozdań finansowych. Analiza wskaźnikowa umożliwia<sup>105</sup>:

- a) ocenę minionych, teraźniejszych oraz antycypowanie przyszłych wyników działalności przedsiębiorstwa,
- b) identyfikację tych obszarów działania przedsiębiorstwa, które są niewłaściwie zarządzane i potencjalnie niebezpieczne,
- c) ocenę kondycji finansowej przedsiębiorstwa.

Do przeprowadzenia analizy wskaźnikowej stosuje się szereg różnorodnych **wskaźników finansowych**. Wskaźników tych możemy wyróżnić kilkadziesiąt, a ich liczba i rodzaj zależą od celów ich zastosowania w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Mają one bardzo różnorodną budowę i mogą być skonstruowane jako relacja:

- a) odpowiednich pozycji sprawozdania finansowego w przekroju poziomym i pionowym;
- b) wyniku finansowego i wybranych pozycji sprawozdania finansowego;
- c) danych ze sprawozdania finansowego i wybranych danych zewnętrznych.

Taka budowa wskaźników finansowych umożliwia prezentację określonych danych finansowych w formach, które pozwolą na porównywanie wyników przedsiębiorstwa:

1. w czasie (*ex post*, bieżące, *ex ante*),
2. z wynikami planowanymi (postulowanymi),
3. z rezultatami osiąganymi przez inne podobne spółki (analiza w przestrzeni),
4. ze wskaźnikami branżowymi (wzorcowymi).

Wskaźniki te obliczane są na potrzeby:

- a) wewnętrzne jednostki – dostarczają informacji o rezultatach finansowych przedsiębiorstwa i warunkują proces decyzyjny w spółce. Wskaźniki te obliczane są na podstawie danych wewnętrznych spółki i nie są publikowane. Służą one jedynie zarządzającej spółką kadrze kierowniczej i są przydatne w procesie planistycznym;

104 D. Wędzki, *op. cit.*, s. 41–49.

105 M. Jerzemska, *op. cit.*, s. 117.

b) potrzeby zewnętrzne – wyznaczone w celu poszerzenia informacji o przedsiębiorstwie, które są przez nie publikowane. Służą inwestorom i wierzycielom. Wyznaczane są głównie na podstawie ogólnodostępnych informacji o jednostce gospodarczej.

Wskaźniki służące ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstwa można pogrupować na kategorie przedstawione w tabeli 5.

**Tabela 5.** Klasyfikacja wskaźników finansowych

<p><b>Wskaźniki wewnętrzne</b> Obliczane na podstawie sprawozdań finansowych przedsiębiorstwa</p>	<p><b>Wskaźniki operacyjne</b> Dotyczą operacji dokonywanych w przedsiębiorstwie bez uwzględnienia źródeł ich finansowania. Skupiają się zatem na aktywach przedsiębiorstwa</p>	<p><b>Wskaźniki aktywności</b> Pozwalają zbadać efekty uzyskiwane przez przedsiębiorstwo z działalności operacyjnej</p>
		<p><b>Wskaźniki efektywności (wydajności)</b> Określają one obrót lub charakteryzują efektywność inwestycji</p>
	<p><b>Wskaźniki finansowe</b> Służą badaniu sposobów finansowania majątku przedsiębiorstwa. Dotyczą zatem pasywów spółki</p>	<p><b>Wskaźniki płynności</b> Służą do oceny zdolności przedsiębiorstwa do spłaty jego krótkoterminowych zobowiązań</p>
		<p><b>Wskaźniki struktury kapitału</b> Służą do badania struktury kapitału oraz do oceny zdolności spółki do obsługi długu w długim okresie</p>
	<p><b>Wewnętrzne wskaźniki rynkowe</b> Służą one głównie do oceny spółki przez jej organy i są wykorzystywane w procesie ustalania polityki dywidendowej</p>	<p><b>Wewnętrzne wskaźniki rynku kapitałowego</b> Wyznaczanie tych wskaźników opiera się na znajomości liczby akcji w obrocie</p>
	<p><b>Wskaźniki zewnętrzne</b> Część danych służących ich wyznaczeniu zaczerpnięta jest z materiałów źródłowych innych niż sprawozdania finansowe</p>	<p><b>Zewnętrzne wskaźniki rynkowe</b> Służą one głównie inwestorom giełdowym do oceny opłacalności inwestycji w akcje danej spółki rynkowej</p>

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: M. Jerzemowska, *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2004, s. 119

Inny sposób grupowania wskaźników finansowych wskazuje na ich podział na następujące grupy wskaźników:

- a) wskaźniki płynności finansowej,
- b) wskaźniki rentowności,
- c) wskaźniki sprawności działania,
- d) wskaźniki zadłużenia i zdolności przedsiębiorstwa do obsługi długu,
- e) wskaźniki rynku kapitałowego.

### 3.1. Wskaźniki płynności finansowej

Pod pojęciem **płynności finansowej** rozumie się zdolność przedsiębiorstwa do terminowego regulowania zobowiązań bieżących<sup>106</sup>. Przedsiębiorstwo utraci płynność finansową w przypadku, gdy w danym okresie nie jest w stanie pokryć wydatków operacyjnych i finansowych z wpływów bieżących oraz posiadanych środków, które zakumulowało w poprzednich okresach. Pogorszenie lub utrata płynności finansowej skutkuje wieloma niepożądanymi rezultatami. Wśród nich można wymienić takie skutki, jak:

- a) wzrost kosztów finansowych w wyniku utraty zaufania wierzycieli,
- b) trudności z prowadzeniem przedsiębiorstwa związane z pozyskiwaniem nowych kontrahentów,
- c) trudności w pozyskiwaniu nowych źródeł finansowania przedsiębiorstwa,
- d) spadek zyskowności przedsiębiorstwa.

Od terminu „płynność finansowa” należy odróżnić pojęcia: „wypłacalność”, „płynność majątku” oraz „zdolność płatnicza”.

**Wypłacalność** to trwała zdolność przedsiębiorstwa do generowania wpływów na pokrycie niezbędnych wydatków związanych z prowadzoną działalnością<sup>107</sup>. Jest to zatem zdolność do spłaty wszystkich jego zobowiązań przez spieniężenie posiadanego majątku (obrotowego i trwałego). Niewypłacalność jednostki gospodarczej oznacza sytuację, w której wartość jej zobowiązań przekracza wartość posiadanego majątku. Można zatem stwierdzić, iż wypłacalność jest pojęciem szerszym od płynności

106 Płynność finansową można rozważać w ujęciu majątkowym, zobowiązaniowym oraz płatniczym. Szerzej: M. Burzykowska, J. Duraj, *Controllingowy wymiar oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009, s. 8–20.

107 K. Prędkiewicz, *Wypłacalność małych i średnich przedsiębiorstw*, [w:] J. Duraj (red.), *Problemy współczesnej analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007, s. 233.

finansowej i dotyczy spłaty nie tylko zobowiązań bieżących, ale również długoterminowych.

**Płynnością majątku** nazwiemy natomiast możliwość i tempo zamiany poszczególnych składników majątku na pieniądź lub inną łatwiej wydatkowaną formę aktywów bez lub z nieznaczną utratą wartości<sup>108</sup>. Największą płynnością środków gospodarczych odznaczają się środki pieniężne i ich ekwiwalenty.

Z kolei **zdolność płatniczą** należy rozumieć jako zdolność kredytową interpretowaną jako zdolność do spłaty zaciągniętego kredytu wraz z odsetkami w terminach określonych w umowie.

Do wyznaczenia płynności finansowej przedsiębiorstwa używa się wskaźników płynności. Wskaźniki te można wyliczać w dwóch ujęciach<sup>109</sup>:

- a) statycznym, tj. na dany moment bilansowy, a dane czerpie się z bilansu przedsiębiorstwa,
- b) dynamicznym, czyli za dany okres, a analiza oparta jest na danych pochodzących z rachunku przepływów pieniężnych.

W **statycznym ujęciu płynności finansowej** wskaźniki płynności wyznaczone są na trzech poziomach płynności, oznaczanych numerami I–III<sup>110</sup>.

Na III poziomie płynności finansowej wylicza się wskaźnik płynności bieżącej (ang. *current ratio* – CR<sup>111</sup>). Wskaźnik ten uważa się za podstawowy zdolności przedsiębiorstwa do spłacenia wszystkich jego zobowiązań bieżących przez upłynnienie posiadanych zasobów majątku obrotowego. Przyjmowany za optymalny poziom tego wskaźnika kształtuje się – w zależności od branży, w której działa przedsiębiorstwo – od 1,2 do 2<sup>112</sup>. Jeżeli wartość wskaźnika płynności III stopnia znajduje się w granicach tego przedziału, mówimy, że jednostka gospodarcza jest w stanie regulować swoje bieżące zobowiązania w terminie, czyli jest płynna finansowo. W przypadku gdy wartość tego wskaźnika kształtuje się powyżej 2, przedsiębiorstwo jest nadpłynne<sup>113</sup>, a jeżeli jest niższa niż 1,2, oznacza występowanie trud-

108 J.G. Siegel, J.K. Shim, S.W. Hartman, *Przewodnik po finansach*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995, s. 140.

109 Szerzej: M. Sierpińska, D. Wędzki, *op. cit.*, s. 58.

110 Szerzej: S. Wrzosek, *Kilka uwag w sprawie analizy płynności finansowej*, [w:] J. Duraj (red.), *Problemy współczesnej analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007, s. 178–179.

111 E.F. Brigham, *Fundamentals of Financial Management*, The Dryden Press, 5th Edition, s. 267–268.

112 M. Sierpińska, T. Jachna, *Metody podejmowania decyzji finansowych. Analiza przykładów i przypadków*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2014, s. 81.

113 W. Skoczylas przyjmuje, że o nadpłynności finansowej można mówić dopiero po przekroczeniu wartości wskaźnika CR powyżej 2,5. Por.: W. Skoczylas (red.), *Analiza sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstwa*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2009, s. 230.

ności płatniczych<sup>114</sup>. Obie te sytuacje nie są korzystne dla spółki i świadczą o nieumiejętnym zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa.

Wskaźnik płynności bieżącej (*CR*) wylicza się z następującego wzoru<sup>115</sup>:

$$CR = \frac{CA}{CL}$$

gdzie:

*CA* – aktywa obrotowe (bez należności z tytułu dostaw i usług o okresie płatności powyżej roku),

*CL* – zobowiązania bieżące (bez zobowiązań z tytułu dostaw i usług o okresie wymagalności powyżej roku).

Za zobowiązania bieżące rozumie się te zobowiązania, które muszą być spłacone w terminie do 12 miesięcy, czyli zobowiązania krótkoterminowe pomniejszone o zobowiązania z tytułu dostaw i usług w okresie powyżej 12 miesięcy, powiększone o rezerwy krótkoterminowe i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe<sup>116</sup>.

**Wskaźnik płynności szybkiej** (ang. *quick ratio* – *QR*) wyliczany jest na II poziomie płynności finansowej. W liczniku tego wskaźnika muszą znaleźć się płynniejsze aktywa obrotowe przedsiębiorstwa, co oznacza, że od wartości majątku obrotowego należy odjąć wartość najmniej płynną – pod względem płynności majątku – jego części, czyli zapasów (materiałów, towarów, wyrobów gotowych, produktów w toku, półfabrykatów itp.) oraz rozliczeń międzyokresowych czynnych. Wskaźnik szybki wyraża możliwość spłaty zobowiązań bieżących na podstawie bardziej płynnych składników majątku obrotowego (tj. należności i inwestycji krótkoterminowych). Wzorcowa wartość tego wskaźnika powinna oscylować wokół 1–1,2<sup>117</sup>. W praktyce gospodarczej poziom tego wskaźnika równy 0,9 można uznać za poprawny<sup>118</sup>. Taka sytuacja oznacza, że przedsiębiorstwo jest w stanie spłacić 90% swoich zobowiązań bieżących, korzystając jedynie z płynnych składników aktywów obrotowych.

Wskaźnik płynności szybkiej (*QR*) wyznacza się, stosując następującą formułę<sup>119</sup>:

114 L. Bednarski podaje, że o problemach z płynnością finansową można mówić już wtedy, gdy *CR* kształtuje się na poziomie niższym niż 1,5. Por.: L. Bednarski, *op. cit.*, s. 73.

115 Por.: W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2013, s. 78.

116 Por.: W. Skoczyła (red.), *op. cit.*, s. 228–229.

117 G. Michalski, *op. cit.*, s. 59.

118 W. Skoczyła (red.), *op. cit.*, s. 231.

119 Por.: W. Bień, *op. cit.*, s. 106–107.

$$QR = \frac{CA - I - STDA}{CL}$$

gdzie:

$I$  – zapasy,

$STDA$  – krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe,  
pozostałe oznaczenia jw.

Niższe niż 0,8 wartości wskaźnika płynności szybkiej mogą oznaczać trudności płatnicze, stać się przyczyną zobowiązań przeterminowanych i odsetek za zwłokę. Z kolei zbyt wysoki poziom tego wskaźnika (powyżej 1,5) świadczy o nadmiernym zgromadzeniu środków pieniężnych na rachunku bankowym i zbytнім kredytowaniu odbiorców<sup>120</sup>.

Porównanie dwóch powyższych wskaźników dostarcza informacji o stanie zapasów. Im wyższa różnica między wartością wskaźnika płynności bieżącej i wskaźnika płynności szybkiej tym zamrożenie kapitału w zapasach jest większe.

Na I poziomie płynności finansowej wyznacza się **wskaźnik wypłacalności gotówkowej** zwany również mnożnikiem gotówkowym (ang. *money ratio* –  $MR$ ). Wyraża on możliwość spłaty zobowiązań bieżących najbardziej płynną częścią majątku obrotowego, tj. gotówką w kasie, pieniędzmi na rachunku bankowym oraz innych środków pieniężnych (weksli płatnych w ciągu 3 miesięcy od daty ich wystawienia, czeków obcych itp.). Wskaźnik ten pokazuje zatem, jaką część zobowiązań bieżących jesteśmy w stanie spłacić natychmiast, tzn. bez konieczności upłynięcia mniej płynnych aktywów obrotowych. Pamiętać jednakże należy, iż ilość środków pieniężnych w przedsiębiorstwie powinna być ograniczona do niezbędnego minimum. W związku z tym optymalna wartość tego wskaźnika powinna zawierać się w przedziale od 0,1 do 0,2.

Wskaźnik wypłacalności gotówkowej ( $MR$ ) jest relacją<sup>121</sup>:

$$MR = \frac{CASH}{CL}$$

gdzie:

$CASH$  – środki pieniężne i ich ekwiwalenty,  
pozostałe oznaczenia jw.

120 M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 138.

121 H. Buk, *Wpływ alternatywnego bilansowego ujęcia aktywów finansowych na ocenę płynności finansowej*, [w:] J. Duraj (red.), *Problemy współczesnej analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007, s. 173.

Jeżeli wartość tego wskaźnika ukształtuje się na poziomie wyższym niż 0,3, oznacza to, że przedsiębiorstwo utrzymuje zbyt wysoki poziom gotówki.

Modyfikacją wskaźnika wypłacalności gotówkowej jest **wskaźnik natychmiastowej wypłacalności** pokazujący, czy przedsiębiorstwo jest w stanie spłacić swoje zobowiązania w dniu, na który te płatności przypadają. Wartość tego wskaźnika obliczana jest przy użyciu formuły<sup>122</sup>:

$$IS = \frac{ACASH}{ICL}$$

gdzie:

*ACASH* – dostępne środki pieniężne,

*ICL* – natychmiast wymagalne zobowiązania.

Wartość tego wskaźnika powinna wynosić 1, czyli przedsiębiorstwo powinno mieć dokładnie tyle dostępnych środków pieniężnych, ile w danym dniu musi spłacić zobowiązań. Wartość wskaźnika natychmiastowej wypłacalności niższa niż 1 oznacza, że jednostka nie ma możliwości regulowania natychmiast wymagalnych zobowiązań, natomiast wyższa niż 1 świadczy o nieefektywnej gospodarce finansowej związanej z utrzymywaniem zbyt dużej ilości środków pieniężnych, które można by było odpowiednio zainwestować.

Z płynnością finansową związane jest również pojęcie **kapitału obrotowego netto** zwanego także kapitałem pracującym (ang. *net working capital*)<sup>123</sup>. Zarządzanie tym kapitałem polega na odpowiednim gospodarowaniu aktywami obrotowymi oraz zobowiązaniami bieżącymi w celu zapewnienia odpowiedniego funkcjonowania, rozwoju oraz wzrostu wartości przedsiębiorstwa<sup>124</sup>. Kapitał obrotowy netto stanowi<sup>125</sup>:

122 M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 139.

123 Por.: L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj, E. Kurtys, T. Waśniewski, B. Wersty, *op. cit.*, s. 11–115, M. Sierpińska, D. Wędzki, *op. cit.*, s. 73–79, G. Michalski, *op. cit.*, s. 93–94, J.C. Van Horne, *Financial Management and policy*, 5th edition, Prentice-Hall, s. 375–378.

124 M. Krajewski, *Znaczenie kapitału pracującego w procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa*, [w:] E. Urbańczyk (red.), *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2006, t. 1, s. 116.

125 Por.: D. Wędzki, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa. Przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002, s. 41.

- a) miarę stopnia płynności finansowej (wyraża bowiem wielkość majątku zabezpieczającego spłatę wymagalnych zobowiązań),
- b) bufor chroniący przedsiębiorstwo przed stratami operacyjnymi (im większa wartość kapitału pracującego tym wyższa jest ta ochrona),
- c) margines bezpieczeństwa przed skutkami niepewności, której źródłem jest w szczególności zmienne otoczenie rynkowe (zmienność poziomu popytu, terminowość dostaw, stopień wywiązywania się kontrahentów ze zobowiązań).

Kapitał obrotowy netto oblicza się, stosując jedno z dwóch podejść, tj. podejście kapitałowe lub podejście majątkowe.

W podejściu kapitałowym kapitał obrotowy netto to ta część kapitału stałego, która finansuje majątek obrotowy. W celu wyznaczenia kapitału pracującego (*KON* lub *NWC*) w podejściu kapitałowym korzysta się z następującej formuły<sup>126</sup>:

$$NWC = FC - FA$$

gdzie:

*FC* – kapitał stały,

*FA* – aktywa trwałe.

Kapitał stały to ten kapitał, który pozostaje do dyspozycji przedsiębiorstwa w okresie dłuższym niż 1 rok obrotowy. Na kapitał stały składa się zatem suma następujących pozycji pasywów bilansu przedsiębiorstwa:

- a) kapitału własnego,
- b) zobowiązań długoterminowych,
- c) długoterminowych rezerw na zobowiązania,
- d) długoterminowych rozliczeń międzyokresowych.

Drugim sposobem wyznaczania wartości kapitału obrotowego netto jest skorzystanie z podejścia majątkowego. W tym podejściu korzystamy ze wzoru<sup>127</sup>:

$$NWC = CA - CL$$

gdzie:

wszystkie oznaczenia jw.

<sup>126</sup> M. Sierpińska, T. Jachna, *op. cit.*, s. 55.

<sup>127</sup> M. Grabowska, *Zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa 2012, s. 35–39.

Wyróżniamy trzy strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto<sup>128</sup>:

- strategia konserwatywna,
- strategia umiarkowana oraz
- strategia agresywna.

Podział na trzy strategie zarządzania kapitałem pracującym determinują dwie zmienne. Pierwszą zmienną jest wskaźnik udziału aktywów obrotowych w aktywach całkowitych, a drugą wskaźnik udziału zobowiązań bieżących w aktywach przedsiębiorstwa, który ukazuje jednocześnie stopień sfinansowania aktywów całkowitych zobowiązaniami bieżącymi<sup>129</sup>.

**Konserwatywna strategia zarządzania NWC** charakteryzuje się długim cyklem konwersji gotówki, gdyż prowadzi ona do wydłużenia cyklu konwersji zapasów i inkasowania należności krótkoterminowych oraz skrócenia czasu odroczenia płatności zobowiązań krótkoterminowych. Wydłużenie cyklu konwersji gotówki prowadzi do zwiększenia kosztów operacyjnych, co powoduje spadek zysku operacyjnego *EBIT* (ang. *earnings before interest and tax*). Niewielkie korzyści finansowe generowane przez przedsiębiorstwo rekompensowane są niskim ryzykiem finansowym. Strategia ta odznacza się także niskim poziomem pasywów bieżących, co sprzyja występowaniu wysokich kosztów odsetek od długoterminowego długu<sup>130</sup>. Strukturę bilansu posiadanego przez przedsiębiorstwo stosujące strategię konserwatywną przedstawiono na rysunku 8.

Jeżeli przedsiębiorstwo zdecyduje się zarządzać kapitałem pracującym w sposób konserwatywny, oznacza to, że posiadany przez niego kapitał obrotowy netto jest dodatni. Wartość kapitałów stałych utrzymywanych w przedsiębiorstwie jest wyższa niż wartość jego aktywów trwałych. W związku z tym możemy powiedzieć, że spełniona jest złota reguła finansowania. Ponadto, wskaźnik bieżącej płynności finansowej kształtuje się powyżej jedności, co świadczy o zdolności przedsiębiorstwa do regulowania jego zobowiązań bieżących.

**Umiarkowana strategia zarządzania kapitałem pracującym** polega na utrzymywaniu takiej struktury pasywów bilansu, aby kapitał stały w całości mógł sfinansować majątek trwały przedsiębiorstwa. Mówi się, że jednostka, która zarządza NWC w sposób umiarkowany posiada zerowy kapitał obrotowy, co znaczy, iż wartość kapitału stałego jest równa wartości aktywów trwałych, a wartość zobowiązań bieżących jest równa

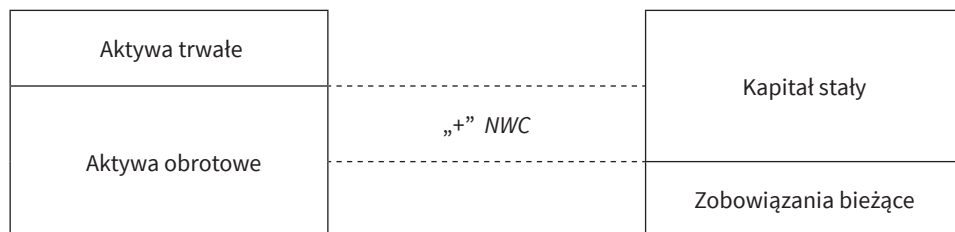
---

128 M. Sierpińska, D. Wędzki, *op. cit.*, s. 78; M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 135–154; W. Gabrusewicz, *Podstawy...*, s. 123–126.

129 Szerzej: M. Burzykowska, J. Duraj, *op. cit.*, s. 78–85.

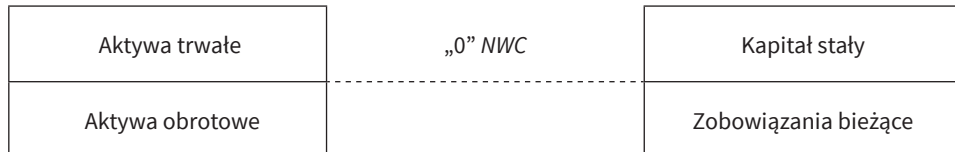
130 W. Pluta, *Planowanie finansowe w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2003, s. 44–59.

wartości aktywów obrotowych<sup>131</sup> (zob. rys. 9). W związku z tym wskaźnik płynności bieżącej kształtuje się na poziomie równym 1, a przedsiębiorstwo jest płynne finansowo. Strategia umiarkowana jest strategią pośrednią między strategią konserwatywną a agresywną. Możemy wyróżnić dwa jej rodzaje, tj. strategię umiarkowaną z dominacją polityki konserwatywnej oraz strategię umiarkowaną z dominacją polityki agresywnej<sup>132</sup>.



**Rysunek 8.** Bilans przedsiębiorstwa zarządzającego NWC w sposób konserwatywny

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 78; W. Gabrusewicz, *Podstawy analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2005, s. 123–126



**Rysunek 9.** Bilans przedsiębiorstwa zarządzającego NWC w sposób umiarkowany

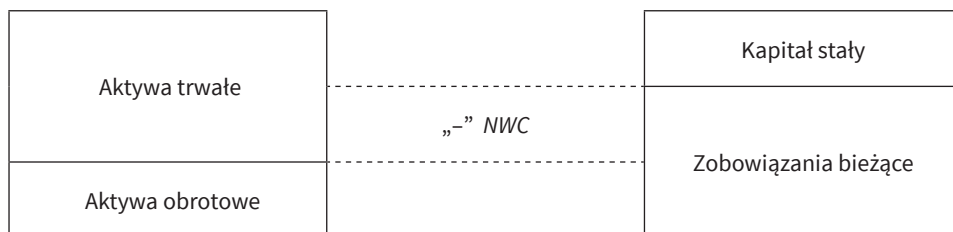
**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie...*, s. 78; W. Gabrusewicz, *Podstawy...*, s. 123–126

Przedsiębiorstwo może również wybrać **agresywną strategią zarządzania** kapitałem pracującym. W tym przypadku NWC jest ujemny, co oznacza, że aktywa trwałe są w części finansowane zobowiązaniami bieżącymi (zob. rys. 10). Taka sytuacja prowadzi do trudności z regulowaniem zobowiązań bieżących, a wskaźnik płynności bieżącej kształtuje się na poziomie poniżej 1. Strategia ta charakteryzuje się krótkim cyklem konwersji gotówki, gdyż występuje wtedy niski poziom zapasów i należności krótkoterminowych oraz wysoki poziom zobowiązań krótkotermino-

131 W. Bień, *op. cit.*, s. 195.

132 M. Burzykowska, J. Duraj, *op. cit.*, s. 80.

wych. Zminimalizowanie cyklu konwersji gotówki w tej strategii prowadzi do zmniejszenia kosztów operacyjnych i wzrostu zysku operacyjnego. Rośnie także ryzyko finansowe jednostki.



**Rysunek 10.** Bilans przedsiębiorstwa zarządzającego NWC w sposób agresywny

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie...*, s. 78; W. Gabrusewicz, *Podstawy...*, s. 123–126

Zestawienie zasadniczych cech charakteryzujących strategię zarządzania kapitałem pracującym przedstawiono w tabeli 6.

**Tabela 6.** Charakterystyka strategii zarządzania kapitałem pracującym

Wyszczególnienie	Strategia		
	konserwatywna	umiarkowana	agresywna
NWC	Dodatni	Zerowy	Ujemny
Ryzyko finansowe	Niskie	Przeciętne	Wysokie
Korzystanie z dźwigni finansowej	W niewielkim zakresie	W umiarkowanym zakresie	W dużym zakresie
Koszty finansowania	Wysokie	Przeciętne	Niskie
Płynność finansowa	Wysoka	Przeciętna	Niska
Rentowność kapitału własnego	Niska	Przeciętna	Wysoka

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: W. Pluta, *Planowanie finansowe w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2003, s. 44–59

Wartość kapitału obrotowego netto posiadanego przez przedsiębiorstwo może różnić się od zapotrzebowania na ten kapitał (DNWC). W praktyce gospodarczej wystąpić mogą trzy zasadnicze przypadki<sup>133</sup>:

133 Por.: M. Sierpińska, D. Wędzki, *op. cit.*, s. 86–89.

1)  $NWC = DNWC$ 

Przedsiębiorstwo posiada odpowiedni kapitał pracujący, niezbędny do bieżącego regulowania zobowiązań. Wszystkie swoje zobowiązania reguluje terminowo inkasowanymi należnościami. Nie posiada ono zatem wolnych środków pieniężnych i nie korzysta z kredytów krótkoterminowych.

2)  $NWC > DNWC$ 

Przedsiębiorstwo posiada więcej kapitału obrotowego netto niż potrzebuje. Stanowią go środki własne uzupełniane systematycznie z wygospodarowanego zysku. Zobowiązania są regulowane na bieżąco. Przedsiębiorstwo dysponuje wolnymi środkami pieniężnymi, które czasowo inwestuje.

3)  $NWC < DNWC$ 

Posiadany przez przedsiębiorstwo kapitał pracujący nie wystarcza na regulowanie zobowiązań bieżących, więc jednostka musi korzystać z krótkoterminowych kredytów. W przypadku gdy przedsiębiorstwo otrzyma kredyt potrzebny do bieżącego regulowania zobowiązań, jego sytuacja finansowa nie pogorszy się. W sytuacji, gdy go nie otrzyma, nie będzie w stanie regulować swoich zobowiązań krótkoterminowych w terminie, zatem pojawią się należności przeterminowane. W omawianym przypadku przedsiębiorstwo nie posiada wolnych środków pieniężnych.

Podkreśla się, że właściwie oszacowana wielkość zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto jest podstawą do dalszego rozwoju przedsiębiorstwa<sup>134</sup>. Wzrost zapotrzebowania na ten kapitał zwiększa się wraz z wydłużaniem terminów płatności przez przedsiębiorstwo, skracaniem terminów regulowania zobowiązań oraz wzrostem sprzedaży<sup>135</sup>.

**Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto** można wyznaczyć w ujęciu statycznym i dynamicznym. W ujęciu statycznym zapotrzebowanie na kapitał pracujący jest różnicą między kapitałem obrotowym netto a stanem netto środków pieniężnych. W tym przypadku należy zatem skorzystać z następującej formuły<sup>136</sup>:

$$DNWC = NWC - NCASH$$

gdzie:

*NCASH* – saldo netto środków pieniężnych,  
pozostałe oznaczenia jw.

134 B. Flanagan, *Managing working capital*, Business Credit New York, September 2005, s. 26–29.

135 M. Sierpińska, D. Wędzki, *op. cit.*, s. 89.

136 Por.: M. Sierpińska, T. Jachna, *op. cit.*, s. 129–141.

Saldo netto środków pieniężnych to różnica między środkami własnymi (inwestycjami krótkoterminowymi) a środkami obcymi (kredytami krótkoterminowymi, zobowiązaniami z tytułu emisji krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych oraz zaliczkami od dostawców). W przypadku gdy w przedsiębiorstwie występują zobowiązania przeterminowane, zwiększają one zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto. Dlatego też powyższą formułę należy powiększyć o wartość tych właśnie zobowiązań.

W ujęciu dynamicznym zapotrzebowanie na kapitał pracujący jest różnicą między cyklem konwersji gotówki a cyklem inwestycji krótkoterminowych<sup>137</sup>.

**Cykl konwersji gotówki** (zwany również cyklem kapitału obrotowego netto, cyklem konwersji środków pieniężnych<sup>138</sup> lub finansowym cyklem operacyjnym) jest istotną częścią analizy płynności finansowej przedsiębiorstwa<sup>139</sup>. Cykl ten informuje, jak długi okres czasu upływa od momentu wypływu środków pieniężnych z przedsiębiorstwa związanego z uregulowaniem zobowiązań wobec dostawców za zakupione produkty, materiały, towary czy usługi, do momentu, w którym inkasowane są należności od odbiorców z tytułu sprzedaży wyrobów<sup>140</sup>. Cykl konwersji gotówki będzie zatem różnicą pomiędzy cyklem operacyjnym a cyklem zobowiązań krótkoterminowych, tj.<sup>141</sup>:

$$CCC = OC - STLC$$

gdzie:

CCC – cykl konwersji gotówki,

OC – cykl operacyjny,

STLC – cykl zobowiązań krótkoterminowych.

**Cykl operacyjny** jest to czas obrazujący liczbę dni, przez które w przedsiębiorstwie utrzymywane są zapasy, zsumowany z okresem spływu należności krótkoterminowych. Na cykl operacyjny składa się cykl zapasów oraz cykl należności krótkoterminowych<sup>142</sup>:

137 M. Kowalik, *Poziom kapitału obrotowego netto a zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto w przemyśle chemicznym w latach 1998–2004*, [w:] J. Duraj (red.), *Problemy współczesnej analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007, s. 256.

138 G. Michalski, *op. cit.*, s. 94.

139 M. Sierpińska, D. Wędzki, *op. cit.*, s. 95–98.

140 Por.: M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena...*, s. 160.

141 Por.: M. Burzykowska, J. Duraj, *op. cit.*, s. 67.

142 Por. G. Michalski, *Strategiczne zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 19–28.

$$OC = IC - STRC$$

gdzie:

$IC$  – cykl zapasów (wskaźnik rotacji zapasów w dniach<sup>143</sup>),

$STRC$  – cykl należności krótkoterminowych (wskaźnik rotacji należności krótkoterminowych w dniach).

Wielkość wskaźnika cyklu zapasów informuje o czasie pozostawiania kapitału w zapasach. Im krótszy jest ten okres, tym większa płynność kapitału zaangażowanego w zapasach. Wskaźnik ten wyliczamy ze wzoru<sup>144</sup>:

$$IC = \frac{AI}{NS} \times t$$

gdzie:

$AI$  – średni stan zapasów,

$NS$  – przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów,

$t$  – liczba dni w badanym okresie.

Długość cyklu należności krótkoterminowych określa średnią liczbę dni, przez które kapitał jednostki jest zamrożony w należnościach, czyli przeciętną liczbę dni, przez które przedsiębiorstwo nie otrzymuje zapłaty za sprzedane produkty. Im dłuższy jest ten okres, tym gorzej dla spółki, bo tym później kontrahenci spłacają swoje zobowiązania. Jeżeli cykl ten trwa dłużej niż 40 dni, oznacza to, że przedsiębiorstwo stosuje liberalną politykę kredytowania odbiorców. Natomiast, jeżeli jest krótszy niż 40 dni, to jest to polityka restrykcyjna. Wskaźnik ten wyznaczany jest za pomocą następującej formuły<sup>145</sup>:

$$STRC = \frac{ASTR}{NS} \times t$$

gdzie:

$ASTR$  – średni stan należności krótkoterminowych, pozostałe oznaczenia jw.

Cykl zobowiązań krótkoterminowych pokazuje średni czas odraczenia płatności zobowiązań. Im wyższa jest wartość tego wskaźnika, tym le-

143 Prezentowane w podrozdziale 3.1 wskaźniki rotacji wyraża się w dniach. Inne ujęcie wskaźników rotacji przedstawione zostało w podrozdziale 3.3.

144 W. Bień, *op. cit.*, s. 110; M. Burzykowska, J. Duraj, *op. cit.*, s. 69.

145 H. Buk, *Nowoczesne zarządzanie finansami. Planowanie i kontrola*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2006, s. 289.

piej dla przedsiębiorstwa, gdyż oznacza to, że dłużej ono obraca środkami obcymi i dłużej może je pomnażać. Cykl ten wylicza się jako następującą relację<sup>146</sup>:

$$STLC = \frac{ACL}{NS} \times t$$

gdzie:

*ACL* – średni stan zobowiązań krótkoterminowych,  
pozostałe oznaczenia jw.

Dodać należy, iż w mianowniku cyklu zobowiązań krótkoterminowych zamiast przychodów netto ze sprzedaży może znaleźć się koszt wytworzenia sprzedanych produktów, towarów i materiałów<sup>147</sup>.

Długość cyklu konwersji gotówki jest zależna od branży, w której swoją działalność prowadzi przedsiębiorstwo. Generalnie, krótszy cykl konwersji gotówki jest korzystniejszy dla spółki, gdyż oznacza on, że środki zainwestowane w aktywa bieżące są szybciej uwalniane i mogą być ponownie wykorzystane. Zbyt długi cykl konwersji gotówki może sugerować problemy z zachowaniem płynności finansowej.

Cykl konwersji gotówki może być dodatni lub ujemny. W przypadku gdy długość cyklu operacyjnego przewyższa długość cyklu zobowiązań krótkoterminowych, mówimy o dodatnim cyklu konwersji gotówki. Długość tego cyklu pokazuje wtedy liczbę dni, przez które przedsiębiorstwo musi finansować swoją działalność kapitałem stałym. Z kolei przypadek odwrotny, tj. gdy cykl operacyjny jest krótszy niż cykl zobowiązań krótkoterminowych, świadczy o czasie, przez który przedsiębiorstwo musi finansować się krótkoterminowym kapitałem obcym.

Wykorzystując formułę wyznaczania cyklu konwersji gotówki, można wyliczyć zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto w ujęciu dynamicznym. W tym przypadku skorzystać należy z następującego wzoru<sup>148</sup>:

$$DNWC = CCC - STIC$$

gdzie:

*STIC* – cykl inwestycji krótkoterminowych (wskaźnik rotacji inwestycji krótkoterminowych w dniach).

146 M. Burzykowska, J. Duraj, *op. cit.*, s. 69.

147 M. Wypych (red.), *op. cit.*, s. 213.

148 M. Kowalik, *op. cit.*, s. 256.

Cykl inwestycji krótkoterminowych wylicza się, korzystając z następującej formuły<sup>149</sup>:

$$STIC = \frac{ASTI}{NS} \times t$$

gdzie:

*ASTI* – średni stan inwestycji krótkoterminowych,  
pozostałe oznaczenia jw.

Obliczone w ten sposób zapotrzebowanie na kapitał pracujący wyrażone jest w dniach obrotu. W przypadku gdy przemnożymy otrzymany wynik przez sprzedaż dzienną, otrzymamy wielkość zapotrzebowania na kapitał obrotowy wyrażoną w jednostkach pieniężnych (*DNWC<sub>m</sub>*). Kalkulacja ta przeprowadzana jest przy użyciu następującego wzoru<sup>150</sup>:

$$DNWC_m = DS \times DNWC$$

gdzie:

*DS* – sprzedaż dzienna,  
pozostałe oznaczenia jw.

Dodać należy, iż raz obliczony poziom *DNWC* (który został uznany za optymalny) zmienia się i po pewnym czasie może okazać się destrukcyjny dla wartości przedsiębiorstwa<sup>151</sup>. Dlatego też optymalizację zapotrzebowania na kapitał pracujący należy rozumieć jako proces ciągły, który dostosowany być powinien do zmian w otoczeniu.

**Wskaźniki płynności finansowej w ujęciu dynamicznym** wyliczane są w oparciu o informacje pochodzące z rachunku przepływów pieniężnych. Są one uzupełnieniem i rozwinięciem analizy płynności w ujęciu statycznym. Wskaźniki te można podzielić na trzy zasadnicze grupy<sup>152</sup>:

- a) wskaźniki struktury przepływów pieniężnych,
- b) wskaźniki wystarczalności pieniężnej oraz
- c) wskaźniki wydajności pieniężnej (zob. tab. 7).

149 Por. M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena...*, s. 160.

150 M. Kowalik, *op. cit.*, s. 257.

151 M. Wierziński, *Ekonomiczna wartość dodana (EVA) a optymalizacja zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami. Cele – organizacja – narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2001, s. 254.

152 T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Analiza...*, s. 709–710.

Tabela 7. Wybrane wskaźniki płynności finansowej w ujęciu dynamicznym

	Wskaźnik	Formuła
Wskaźniki struktury przepływów pieniężnych	udziału zysku netto w operacyjnej nadwyżce pieniężnej	$\frac{\text{Zysk netto}}{\text{Przeptywy pieniężne netto z działalności operacyjnej}}$
	udziału amortyzacji w operacyjnej nadwyżce pieniężnej	$\frac{\text{Amortyzacja}}{\text{Przeptywy pieniężne netto z działalności operacyjnej}}$
	zależności od zewnętrznych źródeł finansowania	$\frac{\text{Wpływy z działalności finansowej}}{\text{Przeptywy pieniężne netto z działalności operacyjnej}}$
	pieniężnej samowystarczalności działalności finansowej	$\frac{\text{Wpływy z działalności finansowej}}{\text{Wydatki działalności finansowej}}$
Wskaźniki wystarczalności pieniężnej	ogólnej wypłacalności środków pieniężnych	$\frac{\text{Przeptywy pieniężne netto z działalności operacyjnej}}{\text{Spłata zadłużenia + Wydatki inwestycyjne + Wypłata dywidend}}$
	spłaty ogółu zadłużenia	$\frac{\text{Spłata ogółu kredytów i pożyczek}}{\text{Przeptywy pieniężne netto z działalności operacyjnej}}$
	wskaźnik pokrycia odsetek	$\frac{\text{Odsetki}}{\text{Przeptywy pieniężne netto z działalności operacyjnej}}$
	wskaźnik wypłat dywidend	$\frac{\text{Dywidendy}}{\text{Przeptywy pieniężne netto z działalności operacyjnej}}$
Wskaźniki wydajności pieniężnej	pieniężnej wydajności sprzedaży	$\frac{\text{Przeptywy pieniężne netto z działalności operacyjnej}}{\text{Przychody ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów}}$
	pieniężnej wydajności majątku (kapitału)	$\frac{\text{Przeptywy pieniężne netto z działalności operacyjnej}}{\text{Przeciętny stan majątku (kapitału)}}$

Źródło: opracowanie własne na podstawie: M. Jerzemowska, *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2004, s. 144–152

### 3.2. Wskaźniki zadłużenia

Wskaźniki zadłużenia stanowią istotne źródło informacji o wielkości i charakterze zaciągniętych zobowiązań. Inwestorzy analizujący sprawozdania finansowe przed podjęciem decyzji dotyczącej konkretnej inwestycji zwracają szczególną uwagę na skalę i rodzaj zadłużenia przedsiębiorstwa. W zależności od sytuacji jednostki interesariusze mogą być zainteresowani:

- a) zwiększeniem udziału kapitałów obcych w przedsiębiorstwie w celu obniżenia średnioważonego kosztu kapitału WACC (ang. *weighted average cost of capital*) lub
- b) zmniejszeniem udziału wierzycieli, co poprawi zdolność przedsiębiorstwa do obsługi długu.

Kwestia zadłużenia nabiera szczególnego znaczenia w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo chce pozyskać dodatkowy kapitał. Wówczas potencjalni wierzyciele analizują zadłużenie firmy, aby oszacować swoje ryzyko, a wraz z nim wymaganą stopę zwrotu z kapitału. Nierzadkim zjawiskiem są również tzw. *debt covenants*, czyli pewne limity oraz restrykcje nałożone przez kredytodawcę na przedsiębiorstwo w okresie korzystania z kapitału.

Wskaźniki zadłużenia dzielimy na dwie podstawowe grupy<sup>153</sup>:

- a) wskaźniki poziomu zadłużenia oraz
- b) wskaźniki pokazujące zdolność przedsiębiorstwa do obsługi długu.

**Wskaźniki poziomu zadłużenia** wykorzystywane są do badania struktury finansowania przedsiębiorstwa. Określają poziom jego zadłużenia i tym samym oceniają jego wypłacalność w długim okresie. Poziom zadłużenia przedsiębiorstwa ocenia się w stosunku do jego kapitału własnego lub ewentualnie kapitału stałego<sup>154</sup>. Wśród tej grupy wskaźników najczęściej stosowane są:

- a) **wskaźnik ogólnego zadłużenia** (*GDR*) stanowiący relację zobowiązań ogółem do całkowitych aktywów przedsiębiorstwa. Wskaźnik ten wyraża udział kapitałów obcych w finansowaniu aktywów firmy. Jest on bardzo istotny z punktu widzenia wierzycieli, którzy w razie upadłości przedsiębiorstwa odzyskują swoje należności z majątku przedsiębiorstwa<sup>155</sup>:

---

153 M. Sierpińska, T. Jachna, *op. cit.*, s. 166–177; H. Buk (red.), *op. cit.*, s. 166–168.

154 T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Analiza...*, s. 55.

155 M. Wypych (red.), *op. cit.*, s. 216.

$$GDR = \frac{TL}{TA}$$

gdzie:

*TL* – zobowiązania ogółem,

*TA* – aktywa ogółem.

Wartość tego wskaźnika powinna zawierać się w przedziale (0,5; 0,7). Wyższy niż 0,7 poziom wskaźnika może świadczyć o zbyt wysokim uzależnieniu finansowym, a nawet niewypłacalności przedsiębiorstwa. Natomiast niski poziom wskaźnika ogólnego zadłużenia mówi o wzroście samodzielności finansowej jednostki gospodarczej;

- b) **wskaźnik zadłużenia kapitału własnego** uzupełniający ocenę zadłużenia firmy. Wskaźnik ten znany jest jako wskaźnik *D/E* (ang. *debt to equity*). Określa on wielkość kapitałów obcych przypadającą na jednostkę kapitału własnego<sup>156</sup>:

$$D / E = \frac{TL}{Eq}$$

gdzie:

*Eq* – kapitał własny.

Wartość tego wskaźnika powinna oscylować wokół 0,5, co oznacza, że przedsiębiorstwo powinno posiadać kapitałów własnych dwa razy tyle co kapitałów obcych. Wartość wskaźnika *D/E* ma istotne znaczenie nie tylko z punktu widzenia wypłacalności przedsiębiorstwa, ale także ze względu na wynik finansowy jednostki gospodarczej. Z jednej bowiem strony, im wyższy jest kapitał obcy, tym większe generuje koszty finansowe, obniżając wynik finansowy oraz zwiększając prawdopodobieństwo kłopotów z wypłacalnością. Z drugiej jednak strony, przedsiębiorstwo, wykorzystując dźwignię finansową, może rozwijać się znacznie szybciej niż przy wykorzystaniu jedynie kapitałów własnych, generując dodatkowe zyski znacznie przewyższające koszty obsługi długu;

- c) **wskaźnik zadłużenia długoterminowego** (*LDR*) będący jednym z ważniejszych wskaźników wypłacalności ma postać<sup>157</sup>:

$$LDR = \frac{LTL}{Eq}$$

gdzie:

*LTL* – zobowiązania długoterminowe,  
pozostałe oznaczenia jw.

156 M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 158.

157 W. Skoczylas, *op. cit.*, s. 262.

Pożądana wartość tego wskaźnika powinna plasować się w przedziale między 0,5 a 1,0<sup>158</sup>. Mierzy on ryzyko wypłacalności związane z długoterminowym zadłużeniem firmy.

W ocenie zadłużenia jednostki gospodarczej wykorzystuje się również wskaźniki opisujące zdolność przedsiębiorstwa do obsługi długu, czyli terminowego regulowania wszystkich zobowiązań. Rozróżnia się dwie metody oceny tej zdolności:

- a) statyczną – opartą o rachunek zysków i strat oraz
- b) dynamiczną – wykorzystującą rachunek przepływów pieniężnych.

Wskaźniki oparte o zysk wykazują się znacznie większą stabilnością niż wskaźniki konstruowane przy użyciu przepływów środków pieniężnych. Nadwyżka finansowa jest jednak wielkością memoriałową, przepływy finansowe pokazują natomiast jakość zysku. Najlepiej jest więc wykorzystać oba zestawy wskaźników, biorąc pod uwagę charakter działalności przedsiębiorstwa oraz specyfikę branży.

Wśród statycznych wskaźników zdolności przedsiębiorstwa do obsługi długu wyróżniamy m.in.<sup>159</sup>:

- a) **wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem operacyjnym (OICR)** to wskaźnik będący szczególnym źródłem informacji dla kredytodawców oceniających pojemność zadłużeniową. Przedstawiany jest za pomocą formuły<sup>160</sup>:

$$OICR = \frac{EBIT}{I}$$

gdzie:

*EBIT* – zysk operacyjny,

*I* – odsetki.

Pokazuje, ile razy wygenerowany zysk operacyjny pokrywa wymagalne odsetki. Im wyższa jest jego wartość tym niższe ryzyko bankructwa przedsiębiorstwa;

- b) **wskaźnik pokrycia odsetek (ICR)** określa możliwości przedsiębiorstwa w zakresie spłaty obciążeń kredytowych z wypracowanej nadwyżki finansowej<sup>161</sup>:

158 M. Sierpińska T. Jachna, *Ocena...*, s. 168.

159 W. Gabrusewicz, *Podstawy...*, s. 271.

160 T. Juja (red.), *op. cit.*, s. 105–107; M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 160.

161 W. Bień, *op. cit.*, s. 111–112.

$$ICR = \frac{GP + I}{I}$$

gdzie:

$GP$  – zysk brutto,  
pozostałe oznaczenia jw.

Informuje on o tym, ile razy zysk brutto powiększony o uzyskiwane odsetki przewyższa odsetki płacone przez przedsiębiorstwo. Im wyższy wskaźnik, tym bezpieczniejsza jest sytuacja finansowa przedsiębiorstwa i tym mniej ewentualne wahania zysku mogą wpłynąć na jego wypłacalność. Jeśli wartość tego wskaźnika spadnie poniżej 1 oznacza to, że przedsiębiorstwo nie jest w stanie spłacić nawet odsetek od zaciągniętych kredytów, nie mówiąc już o racie kapitałowej i jego wypłacalność jest poważnie zagrożona;

- c) **wskaźnik pokrycia obsługi długu** ( $DSCR$ ) pokazuje, w jakim stopniu wypracowany zysk pokrywa obsługę zobowiązań długoterminowych<sup>162</sup>:

$$DSCR = \frac{GP + I}{PI + I}$$

gdzie:

$PI$  – rata kapitałowa,  
pozostałe oznaczenia jw.

Określa on stopień zabezpieczenia obsługi zobowiązań długoterminowych. Uważa się, że wartość tego wskaźnika powinna być wyższa od 1 i rosnąć z upływem czasu, co świadczy o dobrym wykorzystaniu zaciągniętych pożyczek, wywołującym rozwój przedsiębiorstwa i wzrost wpływów z tytułu poczynionych inwestycji;

- d) **wskaźnik pokrycia obsługi długu nadwyżką finansową** ( $FSDCR$ )<sup>163</sup>:

$$FSDCR = \frac{NP + Am}{PI + I}$$

gdzie:

$NP$  – zysk netto,  
 $Am$  – amortyzacja,  
pozostałe oznaczenia jw.

162 E. Kurtys, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa w przykładach i zadaniach*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2002, s. 115 i nast.

163 Por.: W. Skoczylas, *op. cit.*, s. 269.

Jego wzorcowa wartość przyjmowana jest na poziomie 1,5, a spadek poniżej uznawany jest za niepożądany i wywołujący wzrost ryzyka dla kredytodawcy;

- e) **wskaźnik pokrycia zobowiązań nadwyżką finansową (FSLCR)<sup>164</sup>:**

$$FSLCR = \frac{NP + Am}{ATL}$$

gdzie:

*ATL* – przeciętny stan zobowiązań ogółem,  
pozostałe oznaczenia jw.

Pokazuje on, jaką część zobowiązań ogółem przedsiębiorstwo jest w stanie spłacić przy pomocy wygoszodarowanej nadwyżki finansowej. Pozytywną tendencją jest wzrost tego wskaźnika, oznaczający skrócenie czasu potrzebnego jednostce na spłatę zadłużenia.

### 3.3. Wskaźniki sprawności działania

Najczęściej wykorzystywanymi miarami do określenia efektywności działania majątku są wskaźniki sprawności (aktywności) działania. Obliczeń poszczególnych wartości tych indeksów dokonuje się poprzez zestawienie przychodów ze sprzedaży z odpowiednimi kategoriami bilansowymi. Porównywanie poszczególnych pozycji bilansowych z wartościami pochodzącymi z rachunku zysków i strat wymaga zastosowania średnich wartości poszczególnych składników majątku. Do najpopularniejszych wskaźników rotacji (obrotowości) należą<sup>165</sup>:

- a) **wskaźnik rotacji aktywów całkowitych (TAT)** obliczanych jako relacja<sup>166</sup>:

$$TAT = \frac{NS}{ATA}$$

gdzie:

*NS* – przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów,  
*ATA* – średni poziom aktywów całkowitych.

164 W. Bień, *op. cit.*, s. 114.

165 Por.: M. Sierpińska, T. Jachna, *Metody...*, s. 93–102.

166 J. Czerny, *Rachunkowość przedsiębiorstw w szczególnych sytuacjach*, Wyższa Szkoła Handlu i Rachunkowości w Poznaniu, Poznań 2006, s. 149.

Wskaźnik ten informuje o stopniu efektywności wykorzystania majątku. Można go interpretować jako miarę określającą wartość sprzedaży netto przypadającą na jednostkę zaangażowanego majątku całkowitego. Wzrost tego wskaźnika jest sytuacją pożądaną w spółce, gdyż świadczy to o wzroście produktywności jego majątku. Wartość wskaźnika rotacji aktywów całkowitych niższa od 1 może świadczyć o nieefektywnym gospodarowaniu aktywami;

- b) **wskaźnik rotacji majątku obrotowego (CAT)** opisuje się, używając następującej formuły<sup>167</sup>:

$$CAT = \frac{NS}{ACA}$$

gdzie:

ACA – średni poziom aktywów obrotowych,  
pozostałe oznaczenia jw.

Wskaźnik ten określa, ile razy w roku nastąpi odtworzenie aktywów obrotowych. Wzrost wartości tego wskaźnika w czasie świadczy o coraz lepszym wykorzystaniu aktywów obrotowych przez jednostkę gospodarczą. Dla dokładniejszej jego analizy dokonuje się dekompozycji wskaźnika na wskaźnik rotacji zapasów i rotacji należności krótkoterminowych;

- c) **wskaźnik rotacji zapasów (IT)** wylicza się ze wzoru<sup>168</sup>:

$$IT = \frac{NS}{AI}$$

gdzie:

AI – średni poziom zapasów,  
pozostałe oznaczenia jw.

Określa on, ile razy w roku nastąpi odtworzenie zapasów. Jego analiza pomaga zapobiegać zarówno niedoborom zapasów, jak również nadmiernemu ich gromadzeniu. Im niższa wartość tego wskaźnika, tym gorsza sytuacja w przedsiębiorstwie. Oznacza ona, że kapitał jest zamrożony w zapasach przez dłuższy czas;

- d) **wskaźnik rotacji należności krótkoterminowych (RT)** obliczamy, stosując poniższą formułę<sup>169</sup>:

167 W. Skoczylas, *op. cit.*, s. 242.

168 L. Bednarski, *op. cit.*, s. 93, T. Dudycz, S. Wrzosek, *op. cit.*, s. 64–65.

169 Por.: L. Bednarski, *op. cit.*, s. 94–95; W. Skoczylas, *op. cit.*, s. 242.

$$RT = \frac{NS}{ASTR}$$

gdzie:

*ASTR* – średni poziom zapasów,  
pozostałe oznaczenia jw.

Informuje on, ile razy w ciągu roku przedsiębiorstwo odtworzyło swój stan należności, czyli, ile cykli obrotowych należności krótkoterminowych miało miejsce w ciągu roku obrotowego. Wartość tego wskaźnika powinna kształtować się w przedziale od 7 do 10. Wartość niższa niż 7 oznacza, iż przedsiębiorstwo kredytuje swoich odbiorców przez długi czas, czyli, że jego środki pieniężne są zamrożone w należnościach.

### 3.4. Wskaźniki rentowności

Rentowność to zdolność przedsiębiorstwa do generowania zysku<sup>170</sup>. W przypadku gdy przedsiębiorstwo osiągnęło ujemny wynik finansowy (stratę), mówimy o jego deficytowości. Poziom rentowności jednostki gospodarczej mierzony jest za pomocą wskaźników rentowności. Cechą charakterystyczną wszystkich tych wskaźników jest to, że nie ma optymalnych wielkości, wokół których powinny one oscylować. Wskaźniki rentowności porównywać zawsze należy ze wskaźnikami branżowymi<sup>171</sup>. Jeżeli ich wartość przekracza średnie wartości wskaźników sektorowych, oznacza to wysoką rentowność analizowanego przedsiębiorstwa na tle branży/sektora. Ponadto, wzrost wartości tych wskaźników jest pozytywnym sygnałem dla inwestorów, gdyż oznacza wzrost wypracowywanych przez przedsiębiorstwo zysków.

W zależności od celów analizy można skonstruować wiele wskaźników rentowności<sup>172</sup>. Odpowiedni dobór treści licznika i mianownika pozwala uzyskać wskaźniki o określonej wartości poznawczej. Biorąc pod uwagę obowiązujący układ rachunku zysków i strat, licznik tych wskaźników może zawierać następujące rodzaje wyniku finansowego:

- zysk brutto ze sprzedaży (*GPS*),
- zysk ze sprzedaży (*PS*),

170 W. Dębski, *Teoretyczne...*, s. 96–99.

171 Metodykę liczenia wskaźników branżowych przedstawiono m. in. w: *Sektorowe wskaźniki finansowe opracowane przez Komisję ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej SKwP we współpracy z Wywiadownią Gospodarczą InfoCredit*, [http://rachunkowosc.com.pl/c/Artykuly,Wskazniki\\_sektorowe](http://rachunkowosc.com.pl/c/Artykuly,Wskazniki_sektorowe); T. Dudycz, W. Skoczylas, *Sektorowe wskaźniki finansowe*, „Rachunkowość” 2009, nr 5; T. Dudycz, W. Skoczylas, *Sektorowe wskaźniki finansowe za rok 2009 i ich porównywalności*, „Rachunkowość” 2011, nr 4.

172 Szerzej: D. Wędzki, *Analiza...*, s. 354–423.

- zysk z działalności operacyjnej (*OP*),
- zysk z działalności gospodarczej (*EP*),
- zysk brutto (*EBT*) oraz
- zysk netto (*NP*).

Ponadto, w konstrukcji wskaźników rentowności można także uwzględnić inne poziomy zysku, np. *EBIT* (zysk operacyjny, zysk przed spłatą odsetek i opodatkowaniem) czy nadwyżkę finansową (zysk netto powiększony o amortyzację) itp.

Natomiast ze względu na podstawę odniesienia poszczególnych kategorii dodatniego wyniku finansowego (mianownik) wyróżnić można trzy następujące podstawowe grupy wskaźników rentowności<sup>173</sup>:

- odzwierciedlające rentowność sprzedaży,
- odzwierciedlające ekonomiczny aspekt działalności przedsiębiorstwa oraz
- kładące nacisk na finansową stronę działalności przedsiębiorstwa.

**Tabela 8.** Wybrane wskaźniki rentowności sprzedaży

Wskaźnik	Formuła
Rentowności sprzedaży netto	$\frac{\text{Zysk netto (NP)}}{\text{Przychody ogółem (TR)}}$
Rentowności sprzedaży brutto	$\frac{\text{Zysk brutto (EBT)}}{\text{Przychody ogółem (TR)}}$
Rentowności działalności podstawowej	$\frac{\text{Zysk ze sprzedaży (PS)}}{\text{Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów (NS)}}$
Rentowności operacyjnej sprzedaży	$\frac{\text{Zysk operacyjny (EBIT)}}{\text{Przychody z działalności operacyjnej (OR)}}$
Rentowności działalności gospodarczej	$\frac{\text{Przychody ogółem (TR)}}{\text{Przychody z działalności operacyjnej i finansowej (OR + FR)}}$

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: M. Jerzemowska, *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2004, s. 285–294; L. Bednarski, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 1999, s. 103–108

Podstawowym współczynnikiem rentowności z pierwszej grupy jest marża zysku netto zwana również **wskaźnikiem rentowności**

173 L. Bednarski nazywa te trzy grupy współczynników wskaźnikami rentowności obrotu (sprzedaży), wskaźnikami rentowności majątku oraz wskaźnikami rentowności kapitału własnego. Por.: L. Bednarski, *op. cit.*, s. 103–115.

**sprzedaży** (ang. *return on sale* – ROS). Wskaźnik ten ma następującą postać<sup>174</sup>:

$$ROS = \frac{NP}{NS}$$

gdzie:

wszystkie oznaczenia jw.

Wskaźnik ten obrazuje, ile jednostek zysku netto przedsiębiorstwo wygeneruje z jednej jednostki przychodów netto ze sprzedaży. Wzrost wartości tego wskaźnika jest sytuacją pożądaną z punktu widzenia przedsiębiorstwa. Ponadto, powinien on być większy niż jego średnia wartość sektorowa. Wskaźnik ten może ulegać różnym modyfikacjom (zob. tab. 8).

W grupie wskaźników rentowności sprzedaży można wyróżnić nie tylko wskaźniki stanowiące relacje odpowiedniego poziomu zysku do wybranego poziomu przychodów, ale również stanowiące relację odpowiedniego poziomu zysku do odpowiadającego mu poziomu kosztów oraz relację wybranej wartości kosztów do odpowiedniej wartości przychodów<sup>175</sup>. Wskaźniki te stanowią rozwinięcie i uzupełnienie analizy rentowności sprzedaży opartej o wskaźniki zbudowane w sposób tradycyjny. Przykładowe wskaźniki budowane na poziome wyniki z działalności operacyjnej przedstawiają się następująco:

- a) **marża zysku** ( $PM$ ) – określa udział zysku ze sprzedaży w przychodach ze sprzedaży<sup>176</sup>:

$$PM = \frac{NPS}{NS}$$

gdzie:

$NPS$  – zysk netto ze sprzedaży,  
pozostałe oznaczenia jw.

Im wyższa wartość tego wskaźnika, tym większe przychody ze sprzedaży należy osiągnąć, by wygenerować określony poziom zysku. Rosnąca wartość tego wskaźnika wskazuje na polepszającą się sytuację finansową przedsiębiorstwa;

- b) **wskaźnik rentowności nakładów** ( $RE_x$ ) – to relacja wyznaczana z następującej formuły<sup>177</sup>:

174 M. Hamrol (red.), *op. cit.*, s. 27–30.

175 M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 287.

176 *Ibidem*, s. 289.

177 *Ibidem*.

$$RE_x = \frac{NPS}{OC}$$

gdzie:

OC – koszty działalności operacyjnej,  
pozostałe oznaczenia jw.

Wartość tego wskaźnika silnie reaguje na zmiany jednostkowych kosztów własnych. Spadek tych kosztów ma bowiem podwójny wpływ na wartość omawianego wskaźnika: powoduje wzrost zysku (licznika tego ułamka) oraz jednocześnie przyczynia się do zmniejszenia mianownika;

- c) **wskaźnik udziału kosztów działalności operacyjnej w przychodach netto ze sprzedaży (OCNS)** wylicza się z następującego wzoru<sup>178</sup>:

$$OCNS = \frac{OC}{NS}$$

gdzie:

wszystkie oznaczenia jw.

W przedsiębiorstwach ponoszących stratę na działalności podstawowej wskaźnik ten kształtuje się na poziomie powyżej 1.

Rentowność sprzedaży może podlegać dalszej pogłębionej analizie. Analizę tę nazywamy **analizą przyczynową** wyniku finansowego<sup>179</sup>. W toku jej przeprowadzania ustala się wpływ określonych czynników (tj. wielkości sprzedaży, ceny sprzedaży oraz jednostkowych kosztów własnych) na kształtowanie się odchylenia wybranego poziomu zysku od zysku planowanego lub zysku z poprzedniego okresu sprawozdawczego.

$$\Delta Z = Z_1 - Z_0$$

gdzie:

$\Delta Z$  – odchylenie bezwzględne między zyskiem zrealizowanym a zyskiem planowanym lub zyskiem z roku poprzedniego,

$Z_1$  – zysk osiągnięty w badanym okresie,

$Z_0$  – zysk planowany lub zysk osiągnięty w okresie poprzednim.

Analizę przyczynową zysku ze sprzedaży przeprowadzić można w trzech następujących krokach:

178 L. Bednarski, *op. cit.*, s. 107.

179 Zaprezentowane badanie przyczynowe wykorzystuje metodę kolejnych podstawień i jest ograniczone do przypadków produkcji (sprzedaży) jednoasortymentowej w warunkach stabilności jednolitych cen. Inne metody przedstawione zostały m.in. w: W. Skoczyła, T. Waśniewski, *op. cit.*, s. 23–77; L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj, E. Kurtys, T. Waśniewski, B. Wersty, *op. cit.*, s. 31–89; T. Dudycz, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005, s. 244–255.

**1) ustalenie wpływu zmiany ilości sprzedaży na zmianę zysku:**

$$Z_x = p_0 \times X_1 - k_0 \times X_1$$

gdzie:

$Z_x$  – zysk po zmianie wielkości sprzedaży,

$p_0$  – cena jednostkowa sprzedaży w roku poprzednim,

$X_1$  – wielkość sprzedaży w roku badanym,

$k_0$  – jednostkowe koszty własne w roku poprzednim.

Zmiana wielkości zysku pod wpływem zmiany wielkości sprzedaży to:

$$\Delta Z_1 = Z_x - Z_0$$

**2) ustalenie wpływu zmiany ceny na zmianę zysku:**

$$Z_{xp} = p_1 \times X_1 - k_0 \times X_1$$

gdzie:

$p_1$  – cena jednostkowa sprzedaży w roku badanym,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Zmiana wielkości zysku pod wpływem zmiany ceny jednostkowej to:

$$\Delta Z_2 = Z_{xp} - Z_x$$

**3) ustalenie wpływu zmiany kosztu jednostkowego na zmianę zysku:**

$$Z_{xpk} = p_1 \times X_1 - k_1 \times X_1$$

gdzie:

$k_1$  – jednostkowe koszty własne w roku badanym

pozostałe oznaczenia jw.

Zmiana wielkości zysku pod wpływem zmiany jednostkowego kosztu własnego to:

$$\Delta Z_3 = Z_{xpk} - Z_{xp}$$

Ponadto można ustalić również zależność pomiędzy determinantami zysku. Zakładając bowiem, iż:

$$Z = p \times X - k \times X = X(p - k) = X \times m$$

gdzie:

$m$  – marża jednostkowa na sprzedaży,

pozostałe oznaczenia jw.

można za pomocą metody odchyłeń cząstkowych oszacować wpływ poszczególnych czynników na kształtowanie się zysku przedsiębiorstwa. Odchylenia wyglądałyby następująco:

$$\begin{aligned}O_x &= (X_1 - X_0) \times m_0, \\O_m &= X_0 \times (m_1 - m_0), \\O_{xm} &= (X_1 - X_0) \times (m_1 - m_0).\end{aligned}$$

Kolejna grupa wskaźników rentowności to wskaźniki pokazujące zyskowność przedsiębiorstwa z punktu widzenia wykorzystania majątku. Najważniejszym i najczęściej stosowanym wskaźnikiem z tej grupy jest **wskaźnik rentowności aktywów całkowitych** (ang. *ROTA – return on total asstes*) wyrażony wzorem<sup>180</sup>:

$$ROTA = \frac{NP}{ATA}$$

gdzie:  
wszystkie oznaczenia jw.

Wskaźnik ten informuje o zdolności aktywów całkowitych do generowania zysku netto, czyli o efektywności wykorzystania zasobów majątkowych przedsiębiorstwa. Pokazuje on, ile jednostek zysku netto spółka jest w stanie wygenerować z jednej jednostki posiadanego majątku. Wzrost wartości tego wskaźnika jest sytuacją korzystną dla przedsiębiorstwa. Wskaźnik ten może być modyfikowany w zależności od tego, jaki poziom zysku interesuje analityka oraz jakie elementy majątku przedsiębiorstwa poddamy badaniu. Przykładowe wskaźniki rentowności majątku przedstawiono w tabeli 9.

Podstawowym wskaźnikiem z trzeciej grupy wskaźników rentowności jest **wskaźnik rentowności kapitału własnego** (ang. *ROE – return on equity*). Stopa zwrotu z kapitału własnego wyrażana jest jako następująca relacja<sup>181</sup>:

$$ROE = \frac{NP}{AEq}$$

gdzie:  
*AEq* – przeciętny stan kapitału własnego,  
pozostałe oznaczenia jw.

180 M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena...*, s. 201–203; T. Juja, *op. cit.*, s. 126–129.

181 Szerzej: H. Buk (red.), *op. cit.*, s. 243–253.

**Tabela 9.** Wybrane wskaźniki obrazujące rentowność aktywów przedsiębiorstwa

Wskaźnik	Formuła
Rentowności majątku brutto	$\frac{\text{Zysk brutto (EBT)}}{\text{Przeciętny stan aktywów ogółem (ATA)}}$
Rentowności majątku brutto z odsetkami	$\frac{\text{Zysk brutto + odsetki (EBT + I)}}{\text{Przeciętny stan aktywów ogółem (ATA)}}$
Rentowności majątku trwałego	$\frac{\text{Zysk netto (NP)}}{\text{Przeciętny stan aktywów trwałych (AFA)}}$
Rentowności majątku obrotowego	$\frac{\text{Zysk netto (NP)}}{\text{Przeciętny stan aktywów obrotowych (ACA)}}$

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: M. Jerzemowska, *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2004, s. 291–293; L. Bednarski, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 1999, s. 108–113

Wyraża on zdolność przedsiębiorstwa do generowania zysku z zaangażowanego kapitału własnego (kapitału właścicieli oraz kapitałów samofinansowania). Wartością tego wskaźnika zainteresowani są przede wszystkim inwestorzy. Im wyższa jest jego wartość, tym większy stopień zwrotu z zainwestowanego kapitału.

Uzupełnieniem tego wskaźnika i pogłębieniem jego treści jest wskaźnik rentowności kapitału podstawowego (ROSC). Wskaźnik ten przedstawia się za pomocą wzoru<sup>182</sup>:

$$ROSC = \frac{NP}{ASC}$$

gdzie:

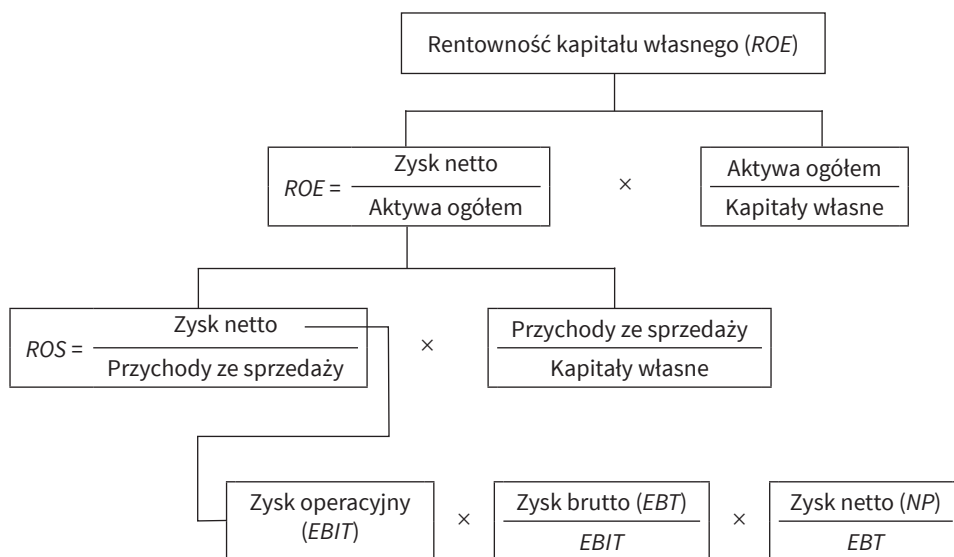
ASC – przeciętny stan kapitału podstawowego, pozostałe oznaczenia jw.

Wskaźnik ten pokazuje, ile jednostek zysku netto przypada na jednostkę kapitału podstawowego zaangażowanego przez właścicieli. Wyższa rentowność kapitału podstawowego oznacza wyższe potencjalne zyski (w postaci dywidendy lub zysków kapitałowych) dla akcjonariuszy bądź udziałowców. Jeżeli przedsiębiorstwo emituje zarówno akcje zwykłe, jak i uprzywilejowane wskaźnik ten należy odpowiednio zmodyfikować.

182 L. Bednarski, *op. cit.*, s. 114; M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena ...*, s. 203–209.

wać, tj. zysk netto skorygować o wartość dywidend wypłaconych z akcji uprzywilejowanych, a w mianowniku zawrzeć jedynie ten kapitał, który pochodzi z akcji zwykłych.

Wskaźniki rentowności są miernikami syntetycznymi, co oznacza możliwość ich wielokierunkowego rozwinięcia analitycznego. Analiza taka nazywana jest **analizą przyczynową wskaźników rentowności**<sup>183</sup>. Do celów analitycznych wskaźnik rentowności majątku całkowitego oraz wskaźnik rentowności kapitału całkowitego można potraktować jako iloczyn wskaźnika rentowności sprzedaży oraz obrotowości majątku (kapitału), a wymienione wskaźniki wyliczać jako iloczyny innych wskaźników. Przykładem takiej analizy może być analiza piramidalna, czyli tzw. model Du Ponta będący pierwszym systemem wskaźników finansowych<sup>184</sup>. W przypadku wskaźnika rentowności kapitału własnego model ten przedstawiono na rysunku 11.



**Rysunek 11.** Przykładowe rozwinięcie analityczne wskaźnika ROE

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: E. Nowak, *Analiza sprawozdań finansowych*, PWE, Warszawa 2008, s. 198–202; L. Bednarski, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 1999, s. 120–124; W. Skoczylas, *Wskaźniki i systemy wskaźników ekonomicznych w pomiarze dokonań przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2013, s. 98–106

183 Szerzej: M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 294–300.

184 Szerzej: W. Skoczylas, *Wskaźniki i systemy wskaźników ekonomicznych w pomiarze dokonań przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2013, s. 98–106.

### 3.5. Wskaźniki rynkowe

Wskaźniki rynku kapitałowego służą do oceny rynkowej wartości akcji i kapitału przedsiębiorstwa<sup>185</sup>. Dzielimy je na dwie zasadnicze grupy, tj. wskaźniki wewnętrzne i zewnętrzne<sup>186</sup>.

Wartość **wewnętrznych wskaźników rynkowych** obliczana jest na podstawie danych pochodzących ze spółki. Służą one głównie do oceny spółki przez jej organy i są wykorzystywane w procesie ustalania polityki dywidendowej. Wyznaczanie tych wskaźników opiera się na znajomości liczby akcji w obrocie. Do wskaźników wewnętrznych zaliczymy:

- 1) **wskaźnik zyskowności jednej akcji** (ang. *earnings per share – EPS*) będący relacją zysku po opodatkowaniu do średniej liczby akcji zwykłych w obrocie, ma postać<sup>187</sup>:

$$EPS = \frac{NP}{No}$$

gdzie:

*NP* – zysk netto przedsiębiorstwa,

*No* – liczba akcji zwykłych w obrocie.

Wskaźnik ten jest jednym z powszechnie stosowanych wskaźników rynkowych. Stanowi on zwykle podstawę do ogólnej oceny działalności przedsiębiorstwa ze strony jego właścicieli oraz decyzji co do dalszego inwestowania w spółkę. Wskaźnik ten informuje, ile zysku netto wygenerowanego przez przedsiębiorstwo w danym roku obrotowym przypada na jedną akcję zwykłą. Wartością wskaźnika *EPS* zainteresowani są nie tylko właściciele oczekujący wypłaty określonego poziomu dywidendy, ale również inwestorzy liczący na wzrost cen akcji i potencjalnych zysków kapitałowych<sup>188</sup>. Malejący lub rosnący zysk w przeliczeniu na jednostkę udziału kapitałowego podlega także porównaniu z innymi spółkami rynkowymi, co w efekcie może prowadzić do podjęcia decyzji dotyczącej sprzedaży lub zakupu akcji wybranej spółki. Niska i malejąca wielkość zysku netto na akcję może prowadzić do wyzbywania się posiadanych akcji, natomiast wysoki zysk na jednostkę udziału kapitałowego zachęca do trzymania akcji spółki, gdyż może on prowadzić do wzrostu ceny rynkowej akcji.

---

185 M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena...*, s. 213.

186 E. Nowak, *Analiza sprawozdań finansowych*, PWE, Warszawa 2008, s. 194–195.

187 L. Bednarski, *op. cit.*, s. 116.

188 Szerzej: M. Hamrol, *Zysk na akcję jako determinanta cen na GPW w Warszawie*, [w:] S. Wrzosek (red.), *Współczesne problemy analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2008, s. 84–92.

- 2) **wskaźnik produktywności jednej akcji** (ang. *shares productivity ratio* – *SPR*) jest relacją przychodów ogółem do przeciętnej liczby akcji wyemitowanych przez badaną spółkę. Wskaźnik ten przybiera następującą postać<sup>189</sup>:

$$SPR = \frac{TR}{ANo}$$

gdzie:

*TR* – przychody ogółem,

*ANo* – przeciętna liczba akcji zwykłych w obrocie.

Za przychody ogółem należy uznać wszystkie przychody, które spółka osiągnęła w danym okresie analitycznym. A zatem na *TR* składają się:

$$TR = NR + OR + FR + AP$$

gdzie:

*NR* – przychody ze sprzedaży,

*OR* – pozostałe przychody operacyjne,

*FR* – przychody finansowe,

*AP* – zyski nadzwyczajne.

Wysokość wskaźnika produktywności jednej akcji świadczy o skali działania przedsiębiorstwa. Obecni i potencjalni inwestorzy opierają na tym wskaźniku decyzje dotyczące zakupu akcji spółek. Pożądanym jest wzrost wartości wskaźnika *SPR*, gdyż oznacza on – przy stałym poziomie kosztów – wzrost przychodów przedsiębiorstwa.

- 3) **wskaźnik dywidendy na akcję** (ang. *dividend per share* – *DPS*) pokazuje relację zysku po opodatkowaniu przeznaczzonego na wypłatę dywidendy do średniej liczby akcji wyemitowanych przez spółkę. Ma on zatem następującą postać<sup>190</sup>:

$$DPS = \frac{D}{No}$$

gdzie:

*D* – zysk netto przeznaczony na wypłatę dywidendy na rzecz akcjonariuszy,

*No* – liczba akcji zwykłych w obrocie.

189 M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 324.

190 W. Gabrusewicz, *Podstawy...*, s. 249.

Wskaźnik ten informuje o wysokości dochodów otrzymywanych przez akcjonariuszy będących posiadaczami akcji zwykłych. W przypadku gdy spółka wyemitowała również akcje uprzywilejowane co do dywidendy<sup>191</sup>, powyższy wzór należy zmodyfikować przez pomniejszenie licznika wskaźnika o wysokość dywidendy należnej posiadaczom tych akcji, a mianownika o liczbę akcji uprzywilejowanych, co można wyrazić wzorem<sup>192</sup>:

$$DPS = \frac{D - PD}{No - PNo}$$

gdzie:

*PD* – dywidenda uprzywilejowana,  
*PNo* – liczba akcji uprzywilejowanych,  
 pozostałe oznaczenia jw.

- 4) **wskaźnik wartości księgowej jednej akcji** (ang. *book value per share* – *BVPS*) wyraża wartość aktywów przedsiębiorstwa finansowanych z kapitałów własnych (czyli tzw. aktywów netto<sup>193</sup>) przeliczonych na jedną akcję. Wskaźnik ten liczony jest za pomocą następującej formuły<sup>194</sup>:

$$BVPS = \frac{NA}{ANo}$$

gdzie:

*NA* – wartość aktywów netto,  
*ANo* – przeciętna liczba akcji w obrocie.

Wskaźnik *BVPS* umożliwia dokonanie bilansowej wyceny akcji, która zależy od wysokości kapitału własnego (w tym m.in.: kapitału podstawowego, zapasowego, rezerwowego, zysku z lat ubiegłych oraz zysku netto za ostatni rok obrotowy). Porównanie wartości omawianego wskaźnika z wartością nominalną akcji dostarcza inwestorowi określonych informacji. Jeżeli wartość ta jest wyższa niż wartość nominalna, możemy mówić o dotychczasowej efektywności gospodarowania w przedsiębiorstwie.

191 Akcje uprzywilejowane co do dywidendy nie mogą przyznawać uprawnionemu dywidendy, która przewyższa więcej niż o połowę dywidendę przeznaczoną do wypłaty akcjonariuszom uprawnionym z akcji nieuprzywilejowanych. Por.: K.s.h., art. 353, § 1.

192 Por.: M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 325.

193 Aktywa netto to aktywa pomniejszone o zobowiązania i rezerwy na zobowiązania oraz rozliczenia międzyokresowe bierne wraz z przychodami przyszłych okresów. Natomiast aktywa brutto równe są aktywom całkowitym, czyli sumie bilansowej. Por.: G. Gołębiowski, A. Tłaczała, *Analiza finansowa w teorii i praktyce*, Difin, Warszawa 2009, s. 230.

194 M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 325.

- 5) **wskaźnik stopy wypłat dywidendy** (ang. *dividend payout ratio* – *DPR*), będący relacją dywidendy jednostkowej z akcji zwykłej do zysku po opodatkowaniu przypadającego na akcję, ma postać<sup>195</sup>:

$$DPR = \frac{DPS}{EPS}$$

gdzie:

*DPS* – dywidenda na jedną akcję,

*EPS* – zysk netto na jedną akcję.

Wskaźnik ten jest – obok stopy dywidendy – jednym z najczęściej używanych wskaźników oceny polityki dywidendowej spółki. Pokazuje on, jaka część zysku netto jest wypłacana w postaci dywidendy. Jeżeli wartość tego wskaźnika przekroczyła 1, oznacza to, że na dywidendę zostały przeznaczone także zyski z lat ubiegłych (w formie kapitału zapasowego i kapitałów rezerwowych). Wartość tego wskaźnika równa 1 oznacza, że cały wypracowany w danym roku obrotowym zysk netto został podzielony między akcjonariuszy, tj. wypłacony w postaci dywidendy<sup>196</sup>. W sytuacji, gdy wartość tego wskaźnika jest niższa niż 1 mamy do czynienia z sytuacją, w której część zysków netto została zatrzymana w przedsiębiorstwie w formie zysku zatrzymanego, a jedynie część zysku netto została przekazana właścicielom w postaci wypłat dywidendowych<sup>197</sup>.

Jak podkreśla M. Kowerski, wskaźnik ten ma pewne wady. Jeżeli spółka wykazuje stratę (a dywidenda wypłacana jest ze specjalnie na ten cel powołanych kapitałów rezerwowych), to stopa wypłaty dywidendy nie ma interpretacji. Ponadto, może on też wprowadzać w błąd w przypadku liczenia przeciętnych skorelowanych sektorowych stóp wypłat dywidendy.

195 M. Sierpińska, *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Kraków 1999, s. 85–94.

196 Wypłata dywidendy przez spółkę publiczną może przybierać różne formy, tj. może być wypłacona w postaci pieniężnej (tzw. dywidenda pieniężna) oraz niepieniężnej (tzw. dywidenda rzeczowa: 1) w postaci przekazania wybranych składników majątku spółki, np. rzeczowych aktywów trwałych, wartości niematerialnych i prawnych, akcji innych spółek oraz 2) w formie akcji danego przedsiębiorstwa. Por.: A. Pieloch, *Dywidenda niepieniężna jako narzędzie restrukturyzacji kapitałowej i właścicielskiej przedsiębiorstwa*, [w:] R. Borowiecki, J. Chadam, J. Kaczmarek (red.), *Zachowania przedsiębiorstw w obliczu nowych wyzwań gospodarczych. Restrukturyzacja – Zarządzanie – Analiza*, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2013, s. 433–448.

197 Szerzej: A. Pieloch-Babiarz, *Wysokość pieniężnych wypłat dywidendy a kształtowanie się kursu giełdowego akcji w pierwszym dniu notowań „bez dywidendy”*, [w:] A. Kopiński, A. Bem (red.), *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2014, s. 196–208.

W sektorach z dużym udziałem przedsiębiorstw generujących straty netto wartość przeciętnej *DPR* może być wyższa niż w sektorach, gdzie straty są relatywnie niskie. Dlatego też, w przypadku analizy wysokości wypłat dywidendy w danym sektorze przeciętne sektorowe stopy wypłat dywidend oblicza się tylko dla spółek notujących zyski. Takie działanie ogranicza jednakże kompleksowość badań. Dlatego też coraz częściej proponuje się odnoszenie dywidend jednostkowych do kategorii, które zawsze lub niepomrotnie częściej przyjmują wartości dodatnie, tj. aktywa na jedną akcję, wartość sprzedaży na jedną akcję lub kapitały własne na jedną akcję<sup>198</sup>.

Odwrotnością stopy wypłat dywidendy jest wskaźnik pokrycia dywidendy zyskiem netto.

- 6) wskaźnik pokrycia dywidendy zyskiem netto** (ang. *cover ratio – CR*), będący relacją jednostkowego zysku po opodatkowaniu do dywidendy wypłacanej na jedną akcję zwykłą, ma postać<sup>199</sup>:

$$CR = \frac{EPS}{DPS}$$

gdzie:

wszystkie oznaczenia jw.

Wartość wskaźnika pokrycia dywidendy zyskiem netto informuje, ile zysku po opodatkowaniu przypada na 1 PLN zysku przeznaczanego na dywidendę. Wskaźnik ten służy w długim okresie inwestorom do badania stabilności polityki wypłat dywidendowych prowadzonej przez spółkę<sup>200</sup>. Na jego podstawie można bowiem stwierdzić, czy spółka przeznaczająca na dywidendę względnie stały odsetek zysku netto, czy też występują w tym zakresie duże wahania mogące świadczyć o niestabilnej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa<sup>201</sup>.

198 M. Kowerski, *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Wydawnictwo Konsorcjum Akademickie, Kraków–Rzeszów–Zamość 2011, s. 17.

199 *Ibidem*.

200 Już J. Lintner zauważył, że większość akcjonariuszy preferuje stabilną politykę wypłat dywidendowych, a w szczególności wypłatę dywidendy jednostkowej na stałym lub rosnącym w stałym tempie poziomie. Stabilna polityka wypłat dywidendy przekładać się bowiem może na wzrost ceny rynkowej akcji. Szerzej: J. Lintner, *Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes*, *The American Economic Review* 1956, no 46 (2), s. 97–113.

201 Zmiany w polityce wypłat dywidendowych implikowane mogą być nie tylko zmianą kondycji finansowej przedsiębiorstwa, ale oznaczać mogą również rozwój i wchodzenie spółki w kolejne fazy cyklu życia przedsiębiorstwa. Szerzej: A. Damodaran, *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2007, s. 1020–1022.

Druga grupa wskaźników rynku kapitałowego to tzw. **wskaźniki zewnętrzne**. Przy ich obliczaniu korzysta się z informacji pochodzących z rynku kapitałowego, a w szczególności uwzględnia się wysokość ceny rynkowej akcji danego przedsiębiorstwa. Należą do nich:

- 1) **wskaźnik zyskowności cenowej akcji Z/C** (ang. *earnings price ratio* – *E/P*) obrazuje relację między zyskiem przypadającym na jedną akcję a jej ceną rynkową. Wylicza się go z następującego wzoru<sup>202</sup>:

$$E/P = \frac{EPS}{P}$$

gdzie:

*EPS* – zysk netto na jedną akcję,

*P* – cena rynkowa jednej akcji.

Wskaźnik ten odzwierciedla potencjalny dochód akcjonariusza z tytułu zakupu akcji. Jest on zatem relacją zysku z inwestycji do nakładu inwestycyjnego. Jego wysoki poziom może stanowić zachętę do zakupu akcji spółki dla inwestorów długoterminowych, czyli tych, którzy oczekują w przyszłości realizacji wysokich zysków kapitałowych. Warto dodać, iż wadą tego wskaźnika jest to, iż nie odzwierciedla on rzeczywistego dochodu akcjonariusza z tytułu zakupu akcji, a jedynie potencjalny dochód z akcji w stosunku do jej ceny rynkowej.

- 2) **wskaźnik poziomu ceny do zysku** tzw. *C/Z* (ang. *price earnings ratio* – *P/E*) jest odwrotnością wskaźnika zyskowności cenowej akcji. Formuła służąca do obliczania wysokości wskaźnika *P/E* przybiera następującą postać<sup>203</sup>:

$$P/E = \frac{P}{EPS}$$

gdzie:

*P* – cena rynkowa lub subskrypcyjna jednej akcji,

*EPS* – zysk na akcję.

202 M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 326.

203 E. Nowak, *op. cit.*, s. 196; E. Kurtys (red.), *op. cit.*, s. 177. Dodać należy, iż obowiązki informacyjne spółek, których papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku głównym GPW dotyczą publikowania: raportów bieżących, raportów kwartalnych, półrocznych i rocznych oraz wszelkich informacji spełniających przesłanki definicji zawartej w art. 154 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Sprawozdania finansowe zamieszczane w raportach okresowych powinny być sporządzone zgodnie z zasadami MSR/MSSF lub zgodnie z Krajowymi Standardami Rachunkowości. W przypadku spółek notowanych na NewConnect ich obowiązki informacyjne są mniejsze. Spółki muszą ujawniać raporty bieżące, kwartalne i roczne.

W analizie fundamentalnej wskaźnik „cena do zysku” nazywany jest również wskaźnikiem pokrycia zysku ceną rynkową akcji. W przypadku sprzedaży akcji w ofercie pierwotnej zamiast ceną rynkową należy posługiwać się ceną subskrypcyjną. Uwzględniony w mianowniku wskaźnika zysk to zysk netto wypracowany w ciągu roku obrotowego lub zysk netto annualizowany. Zysk annualizowany to zysk wygenerowany w przedsiębiorstwie w okresie krótszym niż rok, który sprowadzony został do wymiaru rocznego (np. zysk za okres sześciu miesięcy należy przemnożyć przez 2, a zysk w ujęciu kwartalnym należy przemnożyć przez 4)<sup>204</sup>. Konieczność annualizowania zysków umożliwia inwestorom i analitykom rynku dokonanie porównań wskaźnika *P/E* wyliczonego dla różnych spółek giełdowych lub dla tej samej spółki, ale w różnych okresach. Dodać należy, iż wysokość zysku zawsze przedstawia się w ujęciu jednostkowym, zatem wykorzystywany w mianowniku zysk jest zyskiem przypadającym na akcję, czyli tzw. *EPS*.

Wyliczanie wartości wskaźnika „cena do zysku” odbywa się na podstawie danych historycznych, a zysk brany pod uwagę w trakcie przeprowadzania analizy fundamentalnej powinien pochodzić z czterech ostatnich kwartałów kalendarzowych<sup>205</sup>. Dodać należy, iż wskaźnik ten jest zwykle obliczany w ujęciu kwartalnym, gdyż dane kwartalne charakteryzują się mniejszą przypadkowością niż dane miesięczne. W przypadku gdy w danym okresie analitycznym (np. roku, kwartale) liczba akcji spółki w obrocie nie uległa zmianie, tj. spółka nie przeprowadziła nowych emisji akcji, można zmodyfikować formułę liczenia wskaźnika *P/E* do następującej postaci<sup>206</sup>:

$$\frac{P}{E} = \frac{P \times No}{EPS \times No}$$

gdzie:

*No* – liczba akcji danej spółki w obrocie,

*P × No* – wartość rynkowa spółki,

*EPS × No* – zysk netto spółki w danym okresie.

204 M. Czekala, *Analiza fundamentalna i techniczna*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław 1997, s. 143.

205 Jak zaznacza M. Czekala za I kwartał kalendarzowy uznaje się okres od stycznia do marca, za kwartał II okres od kwietnia do czerwca, za kwartał III okres od lipca do września, a za kwartał IV okres od października do grudnia. W związku z tym, za kwartał kalendarzowy nie można uznać np. okresu od 1 lutego do 30 kwietnia. *Ibidem*.

206 Szerzej: *ibidem*, s. 143–156.

Im wyższy jest poziom ryzyka związany z daną firmą, tym niższy jest poziom cen rynkowych akcji notowanych na rynku kapitałowym i tym niższy jest wskaźnik *P/E*. Wzrost wskaźnika informuje o tym, że inwestorzy są skłonni zapłacić za akcje firmy więcej niż poprzednio. Niski poziom może sugerować, że inwestycja jest korzystna, ponieważ firma osiąga wysokie zyski przy relatywnie niskiej wycenie rynkowej. Zbyt niski jego poziom będzie sygnałem kupna dla inwestora, ponieważ akcje spółki są niedowartościowane.

- 3) **wskaźnik kursu giełdowego C/WN** (ang. *price to nominal value – P/NV*) odzwierciedla zależność między ceną rynkową akcji a ich wartością nominalną. Przyjmuje on następującą postać<sup>207</sup>:

$$\frac{P}{NV} = \frac{P}{SC / No}$$

gdzie:

- P* – cena rynkowa jednej akcji,  
*SC* – wysokość kapitału podstawowego,  
*No* – liczba akcji zwykłych w obrocie.

Wskaźnik ten informuje, ile razy kurs giełdowy akcji przewyższa jej wartość nominalną. Wskaźnik ten stosowany jest w analizie fundamentalnej w celu umożliwienia inwestorom wyboru najbardziej rentownej inwestycji.

- 4) **wskaźnik poziomu ceny rynkowej w kapitale własnym**, zwany również wskaźnikiem „cena do wartości księgowej” *C/WK* (ang. *price to book value – P/BV*), jest relacją między ceną rynkową akcji a kapitałem własnym przypadającym na jedną akcję. Można wyrazić go za pomocą następującego wzoru<sup>208</sup>:

$$\frac{P}{BV} = \frac{P}{BV / No}$$

gdzie:

- P* – cena rynkowa jednej akcji,  
*BV* – wartość księgowa przedsiębiorstwa,  
*No* – liczba akcji zwykłych w obrocie.

Wartość księgową przedsiębiorstwa definiuje się zwykle jako różnicę między aktywami przedsiębiorstwa (sumą bilansową) a sumą jego zobowiązań, co przedstawić można za pomocą ogólnej formuły:

207 M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 327.

208 Por.: G. Gołębiowski, A. Tłaczała, *op. cit.*, s. 229.

$$BV = TA - TL = NA$$

gdzie:

*TA* – suma aktywów przedsiębiorstwa,

*TL* – suma zobowiązań długo- i krótkoterminowych,

*NA* – aktywa netto (kapitał własny).

W przypadku gdy spółka wyemitowała również akcje uprzywilejowane, powyższa formuła ulegnie następującej modyfikacji<sup>209</sup>:

$$BV = TA - TL - PC$$

gdzie:

*PC* – wartość kapitału uprzywilejowanego,  
pozostałe oznaczenia jw.

Wskaźnik *P/BV* informuje o relacji aktualnej ceny akcji do ich wartości księgowej. Dostarcza on informacji o niedowartościowaniu lub prze-wartościowaniu cen rynkowych akcji. W przypadku gdy jego wartość przekracza 1, rynek wycenia akcje wyżej niż wynosi wartość księgowa. Z kolei, gdy wartość tego wskaźnika spada poniżej 1, za akcję płacimy mniej niż wynikałoby to z wartości rynkowej akcji. W sytuacji gdy wartość tego wskaźnika wynosi 1, wartość rynkowa akcji równa jest jej wartości księgowej.

- 5) **wskaźnik ceny rynkowej jednej akcji do przepływów gotówkowych na jedną akcję** (ang. *price to cash flow – P/CF*) wyraża relację ceny rynkowej akcji na jednostkę przepływów pieniężnych w przedsiębiorstwie w danym okresie obrotowym. Ma on następującą formułę<sup>210</sup>:

$$\frac{P}{CF} = \frac{P}{(NP + A) / No}$$

gdzie:

*P* – cena rynkowa jednej akcji,

*NP* – zysk netto przedsiębiorstwa,

*A* – wysokość amortyzacji środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych,

*No* – liczba akcji zwykłych w obrocie.

209 Por.: M. Czekąła, *op. cit.*, s. 159.

210 Por.: *ibidem*, s. 156–159; M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 327.

Wskaźnik  $P/CF$  jest miernikiem zdolności samofinansowania się spółki. Jego niska wartość oznacza, że spółka jest w stanie pokryć gotówką i jej ekwiwalentami dużą część swojej wartości rynkowej.

**6) wskaźnik stopy wypłat dywidendy** (ang. *dividend yield* –  $DY$ ) nazywany jest również stopą dywidendy lub efektywnością akcji<sup>211</sup>. Wskaźnik ten wylicza się, dzieląc wartość wypłaconej lub zadeklarowanej dywidendy na akcję zwykłą za ostatni rok obrotowy przez wartość rynkową akcji na dany dzień. W liczniku ujmuje się dywidendę za ostatni rok obrotowy. Na tych rynkach kapitałowych, na których dywidenda wypłacana jest częściej niż raz w roku, np. na rynku amerykańskim, wysokość dywidendy należy annualizować. W przypadku gdy dywidenda wypłacana jest kwartalnie, annualizowanie polega na pomnożeniu jej wartości przez cztery<sup>212</sup>. Wskaźnik stopy wypłat dywidendy wylicza się z następującej formuły<sup>213</sup>:

$$DY = \frac{DPS}{P}$$

gdzie:

$DPS$  – dywidenda wypłacana na jedną akcję,

$P$  – cena rynkowa jednej akcji.

Im wyższa wartość omawianego wskaźnika, tym większy dochód z kapitału zainwestowanego w akcje spółki. Z punktu widzenia właściciela wzrost wartości tego wskaźnika odbierany jest pozytywnie, gdyż oznacza wzrost dochodu z inwestycji kapitałowej. Należy jednak pamiętać, że zbyt duża wartość tego wskaźnika może oznaczać brak rentownych projektów rozwojowych lub preferowanie konsumpcji bieżącej nad konsumpcją przyszłą i ograniczanie możliwości inwestycyjnych spółki. Warto zauważyć także, że stopa dywidendy będzie wysoka wtedy, gdy spółka wypłaca wysokie dywidendy jednostkowe, jak również wtedy, gdy cena akcji będzie niska. Przykładowo, jeżeli w bieżącym roku spółka wypłaciła taką samą dywidendę jednostkową jak w roku poprzednim, a w tym czasie cena rynkowa akcji spadła, to  $DY$  wzrośnie, jednak akcjonariusz nie odczuje żadnej zmiany. Dodać należy, że stopy dywidend rosną znacząco w wyniku spadku cen akcji w okresach bessy<sup>214</sup>.

211 J. Śliwa, *Budżetowanie finansowe*, [w:] W. Szczęsny, J. Śliwa, *Budżetowanie operacyjne, finansowe i kapitałowe w przedsiębiorstwie*, C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 97.

212 M. Czekąła, *op. cit.*, s. 160.

213 Por.: A.N. Duraj, *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 28.

214 M. Kowerski, *op. cit.*, s. 17.

Wskaźnik stopy dywidendy wylicza się nie tylko dla poszczególnych spółek, ale także dla wszystkich spółek notowanych na danej giełdzie, jak i spółek należących do wybranego sektora gospodarki. Jeżeli  $DY$  dla danej spółki jest wyższe niż średnia wartość wskaźnika liczonego w ujęciu sektorowym, można stwierdzić, iż wybrana spółka przyniesie inwestorowi wyższy dochód w postaci dywidendy niż średni dochód w sektorze.

Spółka, która wypłaca wysokie dywidendy – a więc której  $DY$  jest wysoki – znajduje się zwykle w dobrej kondycji finansowej. Wartość pozostałych wskaźników może wskazywać na atrakcyjność inwestycji w daną spółkę, a mimo to mogą one nieprawidłowo informować o wartości spółki. W szczególności chodzi o wskaźniki, których wartość wyznacza się w oparciu o wysokość zysku netto będącego przecież wartością księgową, tj. wskaźniki  $P/E$ ,  $E/P$  oraz  $EPS$ . Wypracowany w danym okresie obrotowym zysk netto nie musi mieć pokrycia w gotówce. Podobne wnioski można wysnuć, poddając analizie wskaźnik  $P/CF$ , gdzie przepływy pieniężne – w uproszczonym ujęciu – konstruowane są na bazie zysku netto i amortyzacji. Z kolei wskaźnik  $P/BV$  jest wskaźnikiem o charakterze majątkowym, który przede wszystkim pomocny jest w ocenie wartości spółki<sup>215</sup>.

- 7) **wskaźnik wartości rynkowej kapitału do przychodów netto ze sprzedaży** (ang. *market capital/sales – MCS*) określa wartość rynkową spółki przypadającą na jednostkę sprzedaży. Wyznacza się go, korzystając z następującej formuły<sup>216</sup>:

$$MCS = \frac{MV}{NS}$$

gdzie:

$MV$  – wartość rynkowa kapitału,

$NS$  – przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów materiałów i usług.

Za wartość rynkową kapitału akcyjnego przyjmuje się iloczyn ceny rynkowej akcji oraz ich liczby w obrocie. Zatem  $MV$  wylicza się ze wzoru:

$$MV = P \times N_o$$

gdzie:

$P$  – cena rynkowa akcji zwykłych,

$N_o$  – liczba akcji zwykłych znajdujących się w obrocie.

215 M. Czekala, *op. cit.*, s. 160.

216 G. Gotębiowski, A. Tłaczala, *op. cit.*, s. 231.

Zasadność stosowania wskaźnika *MCS* wynika z licznych zalet, jakie on posiada. Przede wszystkim, na wartość przychodów netto ze sprzedaży wpływa znacznie mniej czynników niż na wysokość zysku netto, dlatego też znacznie lepiej sprawdza się on w prognozowaniu wyników finansowych niż wskaźniki oparte na wartości zysku po opodatkowaniu. Stanowi on zatem doskonale uzupełnienie wskaźnika *P/E* przy porównywaniu opłacalności inwestycji w wybrane spółki lub przy wycenie akcji pochodzących z nowych emisji.

Przeprowadzając analizę fundamentalną, wybory inwestycyjne można także ocenić z użyciem wskaźnika zwanego **całkowitą stopą zwrotu z akcji**. Wskaźnik ten obliczany jest jako suma tradycyjnej stopy zwrotu i stopy dochodu z wykupu akcji własnych<sup>217</sup> netto, co można wyrazić następującym wzorem<sup>218</sup>:

$$TSR = \left\{ \frac{(P_1 - P_0) + DPS}{P_0} + \frac{VS_0 - VS_Z}{P_1} \right\} \times 100$$

gdzie:

*TSR* – całkowita stopa zwrotu z akcji,

$P_1$  – cena akcji w dniu sprzedaży,

$P_0$  – cena akcji w dniu zakupu,

*DPS* – dywidenda na akcję,

$VS_0$  – wartość wykupu akcji własnych,

$VS_Z$  – wartość akcji wykorzystywanych do zrealizowania zobowiązań spółki wynikających z wystawionych opcji na akcje.

Całkowita stopa zwrotu z akcji pokazuje całkowity dochód inwestora z tytułu inwestycji w akcje wybranej spółki. Na całkowity dochód akcjonariusza składa się zatem suma:

- 1) dochodu ze sprzedaży waloru na rynku kapitałowym po cenie rynkowej wyższej niż kurs giełdowy akcji w dniu jej zakupu (czyli tzw. zysk kapitałowy). Dochód ten przedstawiony został we wzorze na *TSR* w postaci tempa zmian ceny rynkowej akcji;
- 2) dywidendy wypłacanej na jedną akcję, tj. *DPS*. W formule na *TSR* dywidendę jednostkową należy przedstawić w relacji do ceny rynkowej akcji w dniu jej zakupu, a zatem uwzględnia się w niej stopę dywidendy *DY*;

217 Szerzej o wykupach akcji własnych w: A. Pieloch, *Determinanty wyboru metody wykupu akcji własnych na GPW w Warszawie SA*, [w:] J. Ostaszewski (red.), *Dylematy kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2009, s. 377–394.

218 E.F. Brigham, J.F. Houston, *Podstawy zarządzania organizacjami*, PWE, Warszawa 2005, s. 224.

- 3) dochodu inwestora z tytułu akcji wykupionych przez spółkę<sup>219</sup>. Dochód ten wyrażony jest jako stopa dochodu z wykupu akcji własnych będąca relacją między realną wartością odkupienia ( $VS_0 - VS_z$ ) a ceną rynkową akcji w dniu przeprowadzenia wykupu  $P_1$ .

Im większa jest całkowita stopa zwrotu z akcji, tym korzystniejsza jest sytuacja inwestora, gdyż oznacza to, że jego inwestycja przynosi wysokie dochody całkowite.

Nawiązując do strategii zarządzania wartością przedsiębiorstwa – VBM (ang. *Value Based Management*), warto wskazać także na dwa ważne mierniki:

- a) **ekonomicznej wartości dodanej – EVA (ang. *Economic Value Added*), znanej również jako model zysku rezydualnego – RI (ang. *Residual Income*):**

$$EVA = EBIT \times (1 - T) - IC \times WACC$$

gdzie:

*EBIT* – zysk operacyjny przed opodatkowaniem,

*T* – stopa podatku dochodowego,

*IC* – wartość kapitału zainwestowanego (kapitał własny + kapitał obcy oprocentowany)

oraz

- b) **rynkowej wartości dodanej – MVA (ang. *Market Value Added*):**

$$MVA = MV - IC$$

Za prekursorów miernika *EVA* uznaje się Stewarta i Sterna, którzy zdefiniowali ekonomiczną wartość dodaną jako różnicę między zyskiem operacyjnym po opodatkowaniu a kosztem kapitału własnego i obcego<sup>220</sup>. Miernik ten aktualnie występuje w wielu wersjach, różniących się sposobem określania zysku operacyjnego oraz kosztu kapitału<sup>221</sup>. Wykorzystywany jest nie tylko do oceny rezultatów przedsiębiorstwa, ale także

219 Z tytułu wykupu akcji własnych akcjonariusze pozostający w spółce realizują korzyści kapitałowe i organizacyjne. Akcjonariusze odsprzedający swoje walory spółce realizują jedynie korzyści finansowe, gdyż wykup akcji własnych może być traktowany jako jeden ze sposobów transferu zysku netto na rzecz inwestorów. Por.: A. Pieloch, *Motywy...*, s. 84–86.

220 A. Szablewski, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, „e-Finanse” 2008, nr 3, s. 2.

221 A. Cwynar, *Analiza porównawcza wybranych mierników zysku rezydualnego*, WSiIZ, Rzeszów 2010.

jako podstawa teoretyczna zarządzania jego finansami oraz konstrukcja systemu motywowania menedżerów.

Rynkowa wartość dodana jest z kolei miernikiem wartości, stworzonym przez firmę Stern Stewart & Co, pozostającym w ścisłym związku z wcześniej omawianą EVA. W przeciwieństwie do EVA, która opisuje wewnętrzną sytuację spółki, MVA określa jej kondycję zewnętrzną, czyli to, w jaki sposób rynek ocenia spółkę na podstawie różnicy pomiędzy jej rynkową wartością a zainwestowanym kapitałem, czyli kapitałem własnym i obcym. Zatem „MVA to swoista premia dodawana na rynku do zainwestowanego kapitału”<sup>222</sup>.

## 4. Problemy

Po zapoznaniu się z materiałem tej części, odpowiedz na najważniejsze kwestie zawarte w poszczególnych punktach.

- 1) Opisz istotę analizy finansowej.
- 2) Omów zadania analizy finansowej z punktu widzenia różnych grup interesu.
- 3) Wymień i scharakteryzuj ilościowe oraz jakościowe źródła informacji dla analizy finansowej.
- 4) Scharakteryzuj bilans przedsiębiorstwa i jego elementy.
- 5) Porównaj kalkulacyjny i porównawczy wariant sporządzania rachunku zysków i strat.
- 6) Porównaj bezpośrednią i pośrednią metodę tworzenia rachunku przepływów pieniężnych.
- 7) Porównaj wskaźniki płynności finansowej w ujęciu statycznym i dynamicznym.
- 8) Wyjaśnij istotę i omów zadania kapitału pracującego w przedsiębiorstwie.
- 9) Wymień i scharakteryzuj wskaźniki zadłużenia.
- 10) Przedstaw rozwinięcie analityczne wskaźnika rentowności kapitału własnego.

---

222 A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje, systemy, narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 90.

## 5. Pytania testowe

Po zapoznaniu się z materiałem tej części określ prawdziwość poniższych stwierdzeń.

- 1) Dla właścicieli przedsiębiorstwa analiza finansowa jest źródłem informacji o efektywności wykorzystania kapitału wniesionego do spółki.
- 2) Do ilościowych źródeł informacji analizy finansowej zaliczamy m.in. sprawozdania finansowe, prospekty emisyjne, dane giełdowe, zarządzenia dyrekcji, opinie dyrektorów oraz prognozy finansowe.
- 3) W analizie dedukcyjnej przechodzi się od badania zjawisk ogólnych do badania zjawisk szczegółowych.
- 4) Pionowa analiza bilansu polega na porównywaniu zmian wartości poszczególnych pozycji aktywów i pasywów w stosunku do poprzedniego roku obrotowego.
- 5) Złota reguła bilansowa mówi o tym, że majątek przedsiębiorstwa musi być równy źródłom jego finansowania.
- 6) W rachunku porównawczym rachunku zysków i strat koszty związane z działalnością podstawową ujmowane są w układzie rodzajowym.
- 7) Elementami składowymi wyniku całkowitego są: tradycyjny wynik finansowy oraz pozycje innych całkowitych dochodów.
- 8) Największą płynnością majątku odznaczają się środki pieniężne i ich ekwiwalenty.
- 9) Wskaźnik płynności bieżącej to wskaźnik liczony na I poziomie płynności.
- 10) Kapitał obrotowy netto to różnica między kapitałem własnym a aktywami trwałymi.
- 11) Dodatni kapitał obrotowy netto oznacza sytuację, w której przedsiębiorstwo posiada więcej aktywów obrotowych niż zobowiązań bieżących.
- 12) Cykl obrotowy to suma cyklu zapasów i cyklu zobowiązań krótkoterminowych.
- 13) Wzrost wskaźnika rentowności sprzedaży oznacza pogorszenie sytuacji finansowej.
- 14) Wartości wskaźników rentowności przedsiębiorstwa należy zawsze porównywać ze średnimi wartościami wskaźników bieżących.
- 15) Wskaźnik *DY* liczony jest jako iloraz *DPS* oraz *EPS*.

## 6. Zadania do samodzielnego rozwiązania

Po zapoznaniu się z materiałem tej części wykonaj poniższe zadania.

### Zadanie 1.

Wyniki finansowe przedsiębiorstwa GAMA S.A. za trzy ostatnie lata obrotowe przedstawiono w poniższych tabelach:

Bilans przedsiębiorstwa			
<b>AKTYWA</b>	<b>t</b>	<b>t-1</b>	<b>t-2</b>
<b>I. Aktywa trwałe</b>	<b>532 758</b>	<b>506 585</b>	<b>329 407</b>
1. Wartości niematerialne i prawne, w tym:	8 742	3 547	3 116
2. Rzeczowe aktywa trwałe	153 340	148 565	127 393
3. Należności długoterminowe	351	571	876
4. Inwestycje długoterminowe	366 168	351 586	195 809
5. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	4 157	2 316	2 213
<b>II. Aktywa obrotowe</b>	<b>894 532</b>	<b>849 350</b>	<b>897 799</b>
1. Zapasy	302 797	287 983	200 776
2. Należności krótkoterminowe	498 421	508 527	664 603
3. Inwestycje krótkoterminowe	91 855	51 989	31 267
4. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1 459	851	1 153
<b>Aktywa razem</b>	<b>1 427 290</b>	<b>1 355 935</b>	<b>1 227 206</b>
<b>PASYWA</b>	<b>t</b>	<b>t-1</b>	<b>t-2</b>
<b>I. Kapitał własny</b>	<b>334 984</b>	<b>303 930</b>	<b>273 872</b>
1. Kapitał zakładowy	24 878	24 671	24 471
2. Należne wpłaty na kapitał zakładowy (wielkość ujemna)	-	-	-
3. Akcje (udziały) własne (wielkość ujemna)	-	-	-
4. Kapitał zapasowy	252 257	225 517	192 499
5. Kapitał z aktualizacji wyceny	-	-	-
6. Pozostałe kapitały rezerwowe	-	-	-
7. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-	-	-1 952
8. Zysk (strata) netto	57 849	53 742	58 854
9. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)	-	-	-

<b>II. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>1 092 306</b>	<b>1 052 005</b>	<b>953 334</b>
1. Rezerwy na zobowiązania	9 322	11 618	7 652
1.1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	3 378	2 128	695
1.2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	3 792	2 871	1 729
a) długoterminowa	3 259	2 480	1 438
b) krótkoterminowa	533	391	291
1.3. Pozostałe rezerwy	2 152	6 619	5 228
a) długoterminowe	-	-	-
b) krótkoterminowe	2 152	6 619	5 228
2. Zobowiązania długoterminowe	274 869	289 987	123 258
3. Zobowiązania krótkoterminowe	803 354	749 106	820 495
4. Rozliczenia międzyokresowe	4 761	1 294	1 929
<b>Pasywa razem</b>	<b>1 427 290</b>	<b>1 355 935</b>	<b>1 227 206</b>

<b>RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT</b>	<b>ł</b>	<b>ł-1</b>	<b>ł-2</b>
<b>I. Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, w tym:</b>	<b>3 327 413</b>	<b>3 114 426</b>	<b>3 011 940</b>
1. Przychody netto ze sprzedaży produktów	73 365	65 762	50 606
2. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	3 254 048	3 048 664	2 961 334
<b>II. Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów, w tym:</b>	<b>3 166 290</b>	<b>2 960 619</b>	<b>2 845 962</b>
1. Koszt wytworzenia sprzedanych produktów	33 836	30 954	29 019
2. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	3 132 454	2 929 665	2 816 943
<b>III. Zysk (strata) brutto ze sprzedaży (I-II)</b>	<b>161 123</b>	<b>153 807</b>	<b>165 978</b>
<b>IV. Koszty sprzedaży</b>	<b>48 627</b>	<b>40 572</b>	<b>33 113</b>
<b>V. Koszty ogólnego zarządu</b>	<b>44 782</b>	<b>37 722</b>	<b>37 454</b>
<b>VI. Zysk (strata) na sprzedaży (III-IV-V)</b>	<b>67 714</b>	<b>75 513</b>	<b>95 411</b>
<b>VII. Pozostałe przychody operacyjne</b>	<b>16 689</b>	<b>9 743</b>	<b>19 139</b>
<b>VIII. Pozostałe koszty operacyjne</b>	<b>13 393</b>	<b>12 137</b>	<b>33 851</b>
<b>IX. Zysk (strata) z działalności operacyjnej (VI+VII-VIII)</b>	<b>71 010</b>	<b>73 119</b>	<b>80 699</b>
<b>X. Przychody finansowe</b>	<b>21 133</b>	<b>26 110</b>	<b>24 357</b>
<b>XI. Koszty finansowe</b>	<b>23 751</b>	<b>32 450</b>	<b>27 087</b>
<b>XII. Zysk (strata) z działalności gospodarczej (IX+X-XI)</b>	<b>68 392</b>	<b>66 779</b>	<b>77 969</b>
<b>XIII. Wynik zdarzeń nadzwyczajnych (XIII.1.-XIII.2.)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
1. Zyski nadzwyczajne	-	-	-
2. Straty nadzwyczajne	-	-	-

<b>XIV. Zysk (strata) brutto (XII+/-XIII)</b>	<b>68 392</b>	<b>66 779</b>	<b>77 969</b>
<b>XV. Podatek dochodowy</b>	<b>3 230</b>	<b>13 037</b>	<b>19 115</b>
<b>XVIII. Zysk (strata) netto (XIV-XV-XVI+/-XVII)</b>	<b>57 849</b>	<b>53 742</b>	<b>58 854</b>

Oceń kondycję finansową przedsiębiorstwa w wybranych latach, przeprowadzając:

- 1) wstępną analizę sprawozdań finansowych,
- 2) analizę płynności finansowej, cyklu konwersji gotówki i zarządzania kapitałem obrotowym netto,
- 3) analizę rentowności spółki,
- 4) analizę obrotowości,
- 5) analizę zadłużenia przedsiębiorstwa.

### Zadanie 2.

Spółka Beta S.A. osiągnęła w roku  $t$  oraz roku  $t-1$  następujące wyniki:

Wyszczególnienie	$t$	$t-1$
Przychody ze sprzedaży	980 000	850 000
Koszty sprzedaży	840 000	720 000
Zysk ze sprzedaży	...	...
Wolumen sprzedaży	2 800	2 500
Koszt jednostkowy	...	...

Wykorzystując informacje zamieszczone w powyższej tabeli, przeprowadź analizę przyczynową zysku na sprzedaży.

### Zadanie 3.

Informacje dotyczące spółki rynkowej Gama S.A. za lata  $t$  i  $t-1$  przedstawiono w poniższej tabeli:

Wyszczególnienie	$t$	$t-1$
Liczba akcji	200 000	200 000
Zysk netto	840 000	720 000
Zysk zatrzymany w przedsiębiorstwie	550 000	500 000
Kapitał własny, w tym:		
Kapitał podstawowy	1 600 000	1 500 000
Zobowiązania	700 000	700 000
Cena rynkowa akcji	1 500 000	1 300 000
	100	95

Oblicz następujące wskaźniki rynku kapitałowego:  $EPS$ ,  $DPS$ ,  $BVPS$ ,  $DPR$ ,  $CR$ ,  $P/BV$  oraz  $DY$ . Zdecyduj, czy inwestycja w akcje tej spółki jest korzystna dla inwestora.

## ROZDZIAŁ III

# WYCENA PRZEDSIĘBIORSTWA

### 1. Istota wyceny przedsiębiorstwa

W gospodarce rynkowej przedsiębiorstwo jest traktowane jako towar, którego cena kształtowana jest pod wpływem mechanizmu rynkowego. Przedsiębiorstwo, jak każdy towar, wymaga wyceny swojej wartości.

Filozofia określa **wartość** jako wszystko to, co cenne i godne pożądania, co stanowi cel dążeń ludzkich<sup>1</sup>. Wartość definiowana jest także jako cecha lub zespół cech właściwych osobie lub rzeczy, stanowiących o jej walorach cennych dla ludzi, mogących zaspokoić jakieś ich potrzeby<sup>2</sup>. Potocznie, w nieco węższym ujęciu, wartość określa, ile coś jest warte pod względem materialnym, utożsamiając ją z cechą jakiejś rzeczy dającą się wyrazić równoważnikiem pieniężnym lub innym środkiem płatniczym<sup>3</sup>.

Rola wartości odnosi się do każdej dziedziny wiedzy, ma ogromne znaczenie w każdym społeczeństwie oraz dla każdego człowieka. Wartość pełni funkcję motywacyjną, integrującą i gwarancyjną. Stanowi najbardziej znaczącą siłę inspirującą działalność przedsiębiorstwa oraz jest zasadniczym warunkiem istnienia i rozwoju<sup>4</sup>.

W teorii ekonomii, opisującej gospodarkę wymienną towarów i usług, wartość jest różnie postrzegana. Można tu wyróżnić:

---

1 Nowa Encyklopedia Powszechna PWN, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 644.

2 M. Nowak, *Wycena przedsiębiorstw*, Centrum Edukacji Ekspert, Warszawa 2010, s. 4.

3 W. Patena, *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna Grupa Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 22.

4 J. Duraj, *Niektóre implikacje zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania, T. III*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź–Płock 2002, s. 59–61.

- a) wartość użytkową – funkcja zdolności do zaspokajania potrzeb ludzkich,
- b) wartość wymienną – zdolność do bycia przedmiotem wymiany na inne dobro,
- c) cenę towaru – pieniężne wyrażenie wartości towaru oraz
- d) wartość naturalną – wartość centralna, do której zbieżają ceny towarów<sup>5</sup>.

W świecie finansów pojęcie wartości przedsiębiorstwa ma także bardzo wiele znaczeń i stanowi funkcję wielu zmiennych. Wskazać należy na równoległe występowanie licznych koncepcji wartości. Można tutaj wymienić:

- wartość ekonomiczną – zdolność aktywów do dostarczania ich posiadaczowi strumienia wolnych przepływów pieniężnych,
- wartość w użyciu – zaktualizowana wartość przyszłych przepływów pieniężnych wynikająca z użytkowania aktywów w przedsiębiorstwie,
- wartość właściciela – wartość pozbycia się lub wartość pozbawienia aktywów,
- wartość księgową – wartość ujęta w zestawieniu bilansowym zgodnie z ogólnie przyjętymi zasadami rachunkowości,
- wartość odtworzeniową – kwota niezbędna do zastąpienia istniejących aktywów trwałych aktywami tego samego rodzaju,
- wartość zamiany (zastąpienia) – koszt nabycia aktywów, które mogłyby pełnić funkcję aktywów będących obecnie w dyspozycji przedsiębiorstwa,
- wartość rynkową – cena waloru będącego przedmiotem obrotu na zorganizowanym rynku,
- wartość sprawiedliwą – wyznaczona w trakcie postępowania sądowego przez biegłego,
- wartość inwestycji – cena dla konkretnego inwestora wynikająca z indywidualnych wymagań dotyczących inwestycji,
- wartość nieodłączną – wyliczoną na podstawie faktów dostępnych dla inwestora,
- wartość likwidacyjną – cena, którą można uzyskać z likwidacji bądź sprzedaży przedsiębiorstwa,
- wartość *goodwill* – wartość firmy powstająca w wyniku przejęć, będąca różnicą pomiędzy ceną zakupu a wartością godziwą aktywów netto,
- wartość biznesu w działaniu – wartość przedsiębiorstwa rozumianego jako organizacja funkcjonująca na rynku, będąca zbiorem nie tylko aktywów materialnych, ale i niematerialnych,
- wartość kapitalizacji rynkowej – łączna cena wszystkich wyemitowanych akcji,

---

5 R. Machała, *Zarządzanie finansami i wycena firmy*, Unimex, Wrocław 2008, s. 408.

- wartość dla biznesu – oparta na wyliczeniu, o ile lepiej działa przedsiębiorstwo ze względu na posiadane aktywa,
- wartość szacunkową – subiektywna ocena dokonana przez niezależnego eksperta, gdy brakuje jasno określonej wartości rynkowej,
- wartość podatkową – wyliczona w celu ustalenia wysokości podatków na podstawie obowiązujących przepisów prawnych,
- wartość zabezpieczenia – maksymalna kwota kredytu, który może być udzielony pod zastaw danego aktywa<sup>6</sup>.

W innych ujęciach spotyka się wartość decyzyjną, obiektywną, subiektywną, arbitralną, jak również wartość dla właściciela, wartość dla akcjonariuszy czy wartość dla klienta.

W zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa wiodącą rolę odgrywa **wartość rynkowa**. Ogólnie odzwierciedla ona najbardziej prawdopodobną cenę, przy której dany walor stałby się przedmiotem transakcji kupna-sprzedaży na dostatecznie konkurencyjnym i otwartym rynku, z zachowaniem wszelkich warunków rzetelnej transakcji, a kupujący i sprzedający działają racjonalnie, bez specyficznych motywacji i na podstawie dostatecznych informacji<sup>7</sup>.

Wycena przedsiębiorstwa oraz kształtowanie jego wartości uwarunkowane winno być poznaniem czynników determinujących wartość, nazywanych często nośnikami wartości (zob. rys. 1). Głównymi komponentami wartości są przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, stopa dyskontowa oraz zadłużenie<sup>8</sup>. A. Rappaport wskazał również na siedem innych głównych czynników kształtujących wartość; należą do nich: okres wzrostu wartości, stopa wzrostu sprzedaży, marża zysku operacyjnego, inwestycje w majątek trwały, inwestycje w majątek obrotowy, stopa podatku dochodowego i koszt kapitału.

A. Black, P. Wright oraz J. Bachman prócz wyżej wymienionych generatorów wartości wskazują również na czynniki operacyjne kształtujące wartość przedsiębiorstwa, a wśród nich m.in.: jednostkowy poziom sprzedaży, warunki sprzedaży, koszty ogólne, cenę, produkcję, budżetowanie kapitałowe, asortyment, harmonogram pracy, politykę płacności, innowacyjność, lokalizację, produktywność, przestoje itp.<sup>9</sup>

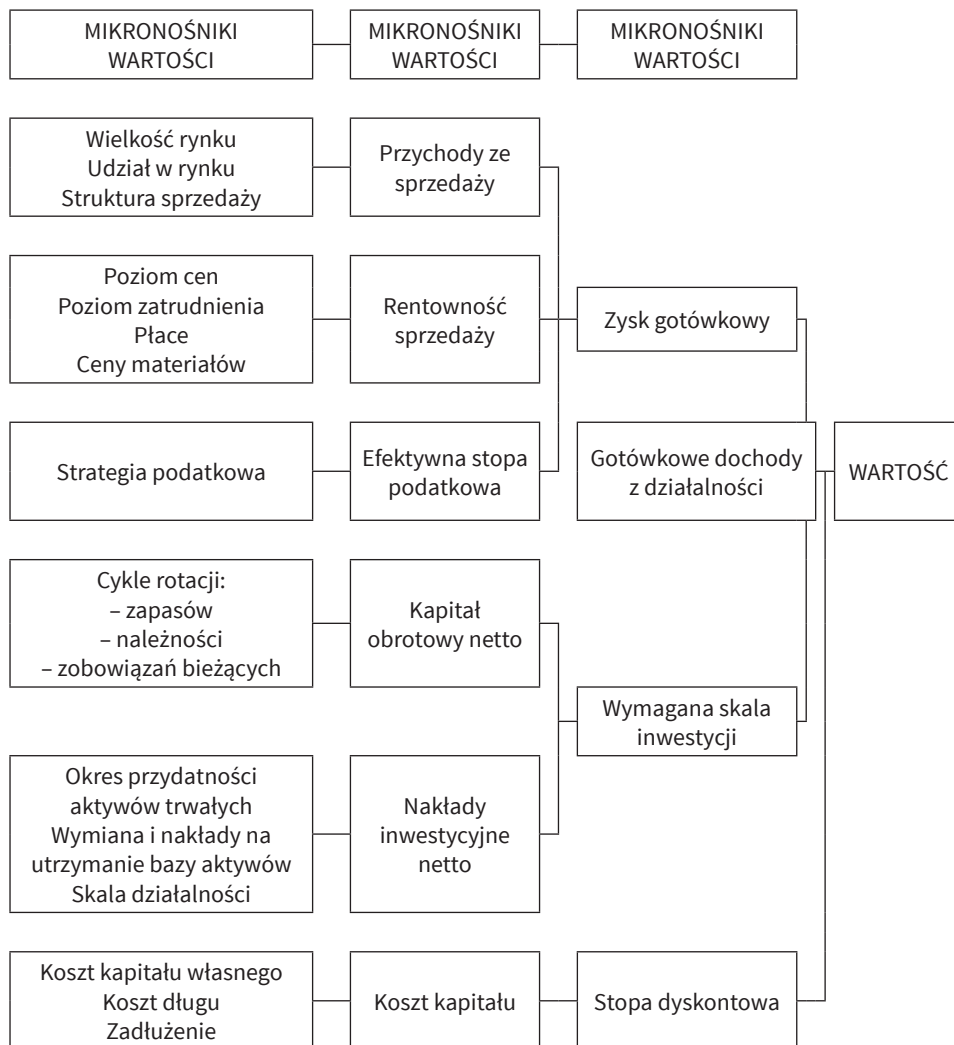
---

6 D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 25; W. Szczęsny (red.), *Finanse firmy. Jak zarządzać kapitałem*, C.H. BECK, Warszawa 2003, s. 258; W. Patena, *op. cit.*, s. 24.

7 M. Michalski, *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 10.

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

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



**Rysunek 1.** Nośniki wartości przedsiębiorstwa

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

D. Walters, identyfikując czynniki wpływające na wartość, oprócz tych, które wymienił Rappaport, podaje ponadto: zarządzanie lojalnością klientów, kooperację, dźwignię operacyjną i finansową, kontrolę, strategiczne i operacyjne przepływy gotówki, zarządzanie zdolnościami wytwórczymi dostępnymi i wykorzystywanymi<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> T. Dudycz, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005, s. 24.

Wśród determinant wartości rynkowej przedsiębiorstwa wymienić należy także oprócz przepływów pieniężnych oraz kosztu kapitału własnego i obcego<sup>11</sup>, strukturę kapitału czy poziom ryzyka.

Przywołane wyniki badań nad determinantami wartości rynkowej przedsiębiorstwa wskazują istotny wpływ na tę wartość nieomal wszystkich czynników mogących w przyszłości pozytywnie i negatywnie wpływać na zasadnicze wyniki finansowe działalności przedsiębiorstwa. Ze względu na szereg determinant wartości przedsiębiorstwa należy ją szacować w każdym przypadku w kontekście celu, któremu ma służyć. Generalnie zwraca się uwagę na następujące funkcje wyceny przedsiębiorstwa<sup>12</sup>:

- 1) doradcze (decyzyjne) – na podstawie informacji o wartości przedsiębiorstwa, jego charakterze, kondycji ekonomiczno-finansowej, możliwościach rozwojowych itd. są podejmowane określone decyzje,
- 2) argumentacyjne (uzasadniające) – wycena przedsiębiorstwa dostarcza wielu argumentów wspierających określoną pozycję przetargową przy zawieraniu transakcji kupna-sprzedaży,
- 3) pośredniczące (mediacyjne) – dokonujący wyceny przedsiębiorstwa staje się niejako arbitrem pośredniczącym w negocjacjach podczas zawierania określonych transakcji,
- 4) komunikacyjne – oszacowana wartość przedsiębiorstwa staje się miernikiem umożliwiającym otoczeniu uzyskanie informacji o wynikach ekonomicznych przedsiębiorstwa oraz ewentualnych warunkach zawarcia transakcji.

## 2. Koszt kapitału przedsiębiorstwa

**Pojęcie kosztu kapitału** jest różnie definiowane w literaturze przedmiotu. Ogólnie rzecz ujmując, koszt stanowi uprawdopodobnione zmniejszenie się w okresie sprawozdawczym korzyści ekonomicznych, o wiarygodnie kreślonej wartości, w formie zmniejszenia wartości aktywów albo zwiększenia wartości zobowiązań i rezerw, które doprowadzą do

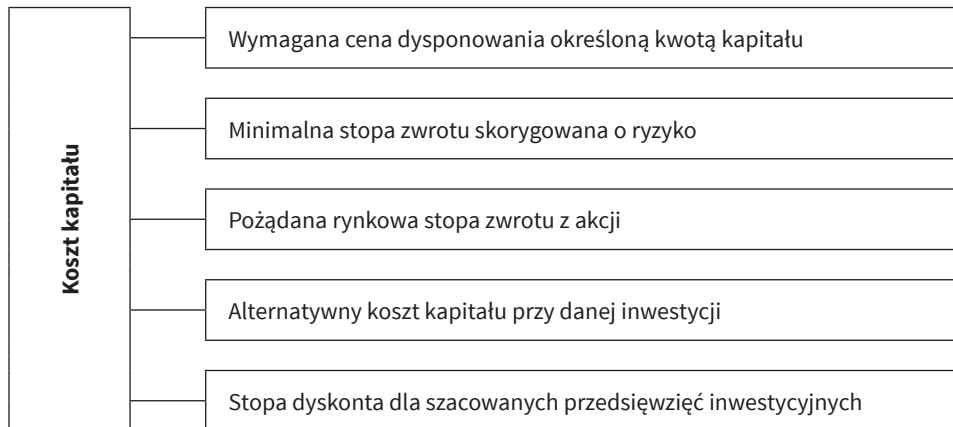
---

11 Wśród determinant wartości często wskazuje się na średnioważony koszt kapitału.

12 R. Borowiecki (red.), *Wycena przedsiębiorstw: metody, procedury, przykłady*, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, TNOiK, Warszawa 1993, s. 8; L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj, E. Kurtys, T. Waśniewski, B. Wersty, *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2001, s. 395.

zmniejszenia kapitału własnego lub zwiększenia jego niedoboru w inny sposób niż wycofanie środków przez udziałowców i właścicieli<sup>13</sup>. Z kolei, odnosząc się do definicji kapitału, jako całokształtu zaangażowanych w przedsiębiorstwie zasobów wewnętrznych i zewnętrznych, własnych i obcych, terminowych i nieterminowych, można wskazać, iż kosztem kapitału są wydatki ponoszone przez przedsiębiorstwo w związku z możliwością dysponowania określonym kapitałem.

Przedsiębiorstwo, prowadząc działalność gospodarczą, korzysta z kapitałów własnych oraz obcych, za które jest zobowiązane do określonych świadczeń pieniężnych, jakich wymagają dawcy kapitału udostępniający kapitał na własne ryzyko. Tym samym najczęściej wskazuje się, iż kosztem kapitału to **oczekiwana stopa zwrotu** z zainwestowanego kapitału przy danym poziomie ryzyka<sup>14</sup>. Oczekiwana stopa zwrotu przez inwestorów, zarówno właścicieli, jak i wierzycieli, określa nie tylko koszt kapitału wykorzystanego w przedsiębiorstwie, ale również **alternatywny koszt kapitału** (ang. *opportunity cost*), który utożsamia się z oczekiwaną stopą zwrotu, z jakiej rezygnuje się, inwestując kapitał w inne alternatywne przedsięwzięcie<sup>15</sup>. Dlatego też spotyka się określenia kosztu kapitału, które są utożsamiane z pożądaną stopą zwrotu, wymaganą stopą zwrotu, oczekiwaną stopą zwrotu czy alternatywnym kosztem kapitału (zob. rys. 2).



**Rysunek 2.** Odmienność określania kosztu kapitału

Źródło: opracowanie własne

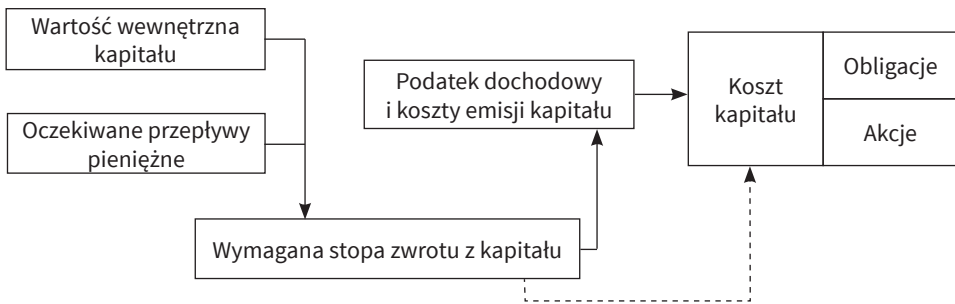
<sup>13</sup> U. o r., art. 3, pkt 31.

<sup>14</sup> A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2001, s. 72.

<sup>15</sup> *Ibidem*.

Określenie pożądana (oczekiwana) stopa zwrotu z kapitału może różnić się od pojęcia kosztu kapitału. Dla przykładu, przy korzystaniu z kapitału obcego oczekiwana stopa zwrotu będzie z reguły wyższa od kosztu tego kapitału ze względu na efekt tarczy podatkowej (korzyści z płatności oprocentowania w sytuacji występowania podatku dochodowego). Z kolei, przy korzystaniu z pozyskiwania kapitału własnego w formie emisji nowych akcji koszt kapitału będzie wyższy od oczekiwanej stopy zwrotu przez akcjonariuszy na skutek ponoszenia kosztów związanych z przygotowaniem i przeprowadzeniem emisji.

**Wymagana stopa zwrotu** przy określonym poziomie ryzyka jest rezultatem zderzenia dwóch czynników: wartości wewnętrznej kapitału oraz oczekiwanych przepływów pieniężnych. Oddziałuje ponadto pośrednio na składniki kapitału przedsiębiorstwa (np. akcje, obligacje). Weryfikatorem wielkości kosztów kapitału wynikających z wymaganej stopy zwrotu są podatek dochodowy oraz koszty emisji kapitału (zob. rys. 3).



**Rysunek 3.** Wymagana stopa zwrotu z kapitału a jego koszt

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: J. Duraj, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1999, s. 177

Jeżeli spodziewane zyski lub przepływy pieniężne są niestabilne, zadłużenie wysokie, a przedsiębiorstwo znajduje się w złej kondycji finansowej, to inwestorzy nie zdecydują się na zakup jego papierów, o ile nie zapewni im ono wystarczająco wysokiej stopy zwrotu, pozwalającej na skompensowanie wysokiego ryzyka. Jeżeli natomiast przedsiębiorstwo cechuje się rosnącymi zyskami, niskim zadłużeniem i stabilną sytuacją finansową, to łatwo będzie mu wyemitować papiery wartościowe.

Koszt kapitału definiowany jest także jako określony poziom **stopy dyskontowej**, przy szacowaniu wartości zaktualizowanej przepływów pieniężnych podczas oceny opłacalności projektów inwestycyjnych<sup>16</sup>.

16 M. Wypych (red.), *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, Wydawnictwo Absolwent, Łódź 1998, s. 96.

Stopa ta nazywana jest w literaturze często jako stopa procentowa, minimalna stopa zwrotu, stopa rynkowa, koszt inwestycji czy koszt kapitału. Wyznacza ona bowiem wymaganą, minimalną stopę zwrotu, jaką musi zapewnić dany projekt, przy danym poziomie ryzyka, aby mógł być przyjęty do realizacji. Pojęcie kosztu kapitału jest przeto w pewnym sensie symetryczne do pojęcia wymaganej stopy zwrotu przy ocenie ekonomicznej efektywności projektów inwestycyjnych.

Spoglądając na kapitał przedsiębiorstwa emitującego akcje, obligacje i korzystającego z innych form długu, należy podkreślić, że wymagana przez inwestora stopa zwrotu z kapitału stanowi podstawę decyzji inwestycyjnych. Inwestując bowiem kapitał w daną spółkę poprzez zakup papierów wartościowych bądź wierzyielskich, interesariusze oczekują określonego dochodu z tych inwestycji. Zawsze istnieje akceptowalna lub wymagana stopa zwrotu z inwestycji, uwzględniająca ryzyko i zyski możliwe do otrzymania z tych inwestycji<sup>17</sup>. Można zatem uznać, że koszt kapitału to optymalna stopa zwrotu, którą spółka musi uzyskać ze swoich inwestycji, aby została zachowana wartość rynkowa jej akcji bądź minimalna stopa zwrotu skorygowana o ryzyko, którą należy uzyskać z projektu, aby został on zaakceptowany przez akcjonariuszy.

Koszt kapitału można rozpatrywać w aspekcie:

- aktywów – koszt kapitału traktowany jest jako stopa dyskontowa stosowana dla szacowania wartości bieżącej przepływów pieniężnych,
- pasywów – koszt kapitału określony jest jako stopa zwrotu wymagana przy pozyskaniu kapitału na zewnątrz oraz przy zatrzymaniu zysku w przedsiębiorstwie,
- inwestycji – koszt kapitału definiowany jest jako zwrot oczekiwany z danej inwestycji.

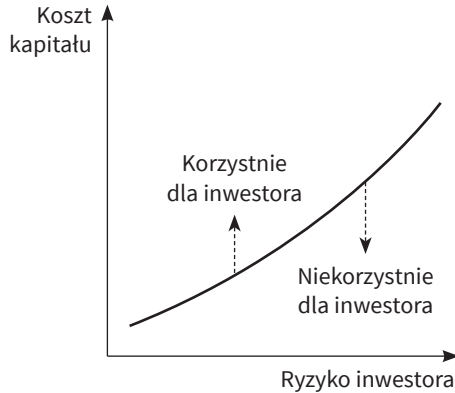
**Czynnikami determinującymi koszt kapitału** są m.in. ryzyko związane z osiąganiem zysków, udział zadłużenia w ogólnej strukturze kapitałowej, kondycja finansowa przedsiębiorstwa, jak również inflacja, możliwości produkcyjne itp.

Z punktu widzenia oczekiwanej stopy zwrotu przez inwestorów, jednym z ważniejszych czynników kształtujących wysokość kosztu kapitału jest ryzyko, jakim jest obciążona działalność przedsiębiorstwa. Inwestorzy (akcjonariusze, kredytodawcy), lokując swe kapitały w przedsiębiorstwach funkcjonujących w dziedzinach obciążonych dużym ryzykiem, oczekują wyższej stopy zwrotu, co prowadzi do wzrostu kosztów pozyskania kapitału. Wysokie ryzyko jest czynnikiem ograniczającym dopływ kapitału do przedsiębiorstwa<sup>18</sup>.

17 J. Ostaszewski, T. Cicirko, *Finanse spółki akcyjnej*, Difin, Warszawa 2005, s. 152.

18 M. Wypych (red.), *op. cit.*, s. 93.

Generalnie można stwierdzić, iż wraz ze wzrostem ryzyka inwestora rośnie oczekiwana przez niego stopa zwrotu z inwestycji w papiery wartościowe. Koszt pozyskanego kapitału wówczas wzrasta (zob. rys. 4). Jeżeli realizowana stopa zwrotu z inwestycji w dane papiery wartościowe jest wyższa od wymaganej przy danym poziomie ryzyka inwestycyjnego, wówczas inwestorzy odnoszą korzyści finansowe. W przeciwnym razie, sytuacja inwestora staje się niekorzystna.



**Rysunek 4.** Ryzyko inwestora a stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: A. Duliniac, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 89

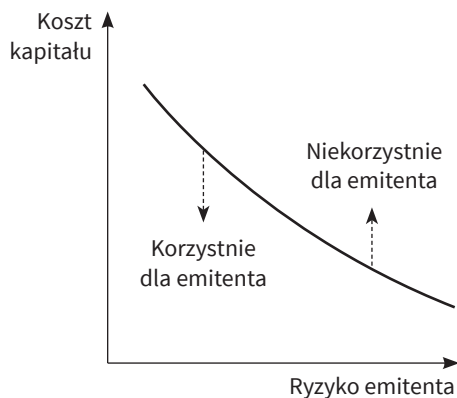
Jeśli chodzi o sytuację emitenta papierów wartościowych (sytuację przedsiębiorstwa), występuje odwrotna zależność między ryzykiem a kosztem kapitału (zob. rys. 5).

Kapitał będący w dyspozycji przedsiębiorstwa można podzielić na dwie zasadnicze części: kapitał własny oraz kapitał obcy. Zarówno w pierwszym, jak i w drugim odnaleźć można bardziej szczegółowe elementy składowe, które należałoby uwzględnić przy szacowaniu kosztu kapitału.

Dla oszacowania kosztu kapitału własnego należy odrębnie określić:

- a) koszt kapitału własnego uprzywilejowanego,
- b) koszt kapitału własnego zwykłego oraz
- c) koszt zysków zatrzymanych.

Pozyskując kapitał na finansowanie inwestycji w wyniku emisji akcji, spółka musi uwzględnić koszty, jakie poniesie w związku z emisją. Dlatego należy odróżnić i oddzielić koszt emisji akcji uprzywilejowanych od kosztu emisji akcji zwykłych.



**Rysunek 5.** Ryzyko emitenta a stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 89

Stosunkowo najprościej można ustalić **koszt kapitału własnego uprzywilejowanego**, gdy przedsiębiorstwo wypłaca dywidendę. O koszcie tym decyduje bowiem w głównej mierze wysokość dywidendy wypłaconej posiadaczom akcji uprzywilejowanych oraz wartość rynkowa akcji uprzywilejowanych. Warto podkreślić, iż uprzywilejowanie co do wypłat dywidend polega na przyznaniu pewnej procentowej części dywidendy akcjom uprzywilejowanym, które mogą otrzymywać zawsze stałą część zysku<sup>19</sup>. Wysokość dywidendy z akcji uprzywilejowanych jest w miarę stabilna i często określona w statucie spółki jako zapis gwarantujący jej coroczną wypłatę.

Koszt kapitału własnego uprzywilejowanego ( $k_u$ ) co do stałości dywidend<sup>20</sup> stanowi relację wartości wydatków dywidendowych dla akcji uprzywilejowanych do rynkowych cen tych akcji, co można przedstawić za pomocą wzoru<sup>21</sup>:

19 Dywidendy uprzywilejowane są płacone z zysku po opodatkowaniu, więc nie korzysta się w związku z tym z osłony podatkowej. Tym samym dywidendy wypłacone przez spółkę inwestorom nie stanowią dla spółki kosztu uzyskania przychodu przy ustalaniu podstawy opodatkowania podatkiem dochodowym.

20 Oceniając koszt akcji uprzywilejowanych, przyjmuje się model ciągłej wartości dywidendy (przedsiębiorstwo ustala stałą dywidendę z akcji uprzywilejowanych).

21 B. Woźniak-Sobczak, *Funkcje kapitału w strategicznym zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach, Katowice 2005, s. 62 i nast.

$$k_u = \frac{D_u}{P_u} \times 100$$

gdzie:

$k_u$  – koszt kapitału własnego uprzywilejowanego,

$D_u$  – wartość rocznej dywidendy wypłacanej na akcję uprzywilejowaną,

$P_u$  – rynkowa cena akcji uprzywilejowanej.

W przypadku szacowania kosztu nowej emisji akcji uprzywilejowanych należy wziąć pod uwagę cenę akcji netto, tzn. skorygowaną o koszty emisji i sprzedaży akcji uprzywilejowanych:

$$k_u = \frac{D_u}{P_{su} - F_{su}} \times 100$$

gdzie:

$P_{su}$  – cena sprzedaży akcji uprzywilejowanej,

$F_{su}$  – koszty emisji i sprzedaży przypadające na jedną akcję uprzywilejowaną.

Znacznie trudniejsze jest ustalenie **kosztu kapitału własnego zwykłego**, gdyż dywidenda wypłacana akcjonariuszom posiadającym akcje zwykłe jest co roku określana przez walne zgromadzenie akcjonariuszy i podlega wahaniom. Z kolei, cena akcji zwykłych, jaką inwestor jest w stanie zaakceptować, stanowi odzwierciedlenie oczekiwań korzyści dywidendowych, ale także tzw. zysku ekonomicznego, który wyraża różnicę między ceną nabycia i ceną sprzedaży akcji<sup>22</sup>. Oznacza to, iż przy szacowaniu kosztu kapitału własnego zwykłego należy nie tylko uwzględnić aktualne wartości dywidend i cen rynkowych, ale również ich zmiany w przyszłości. W teorii i praktyce gospodarczej wśród najczęściej spotykanych metod szacowania kosztu kapitału własnego, które starają się uwzględnić ten problem, są:

- model M. Gordona (rosnącej dywidendy) oraz
- model wyceny aktywów kapitałowych *CAPM*.

Wychodząc od modelu zdyskontowanych dywidend (ang. *discounted dividend model*), zakłada się, że cena rynkowa akcji jest równa wartości bieżącej przyszłego strumienia dywidend, zaś poziom stopy dyskontowej wyznacza pożądana stopa zwrotu z akcji, z których dywidendy mogą być wypłacane w nieskończoność<sup>23</sup>:

22 M. Wypych, *op. cit.*, s. 98.

23 J. Gajdka, E. Walińska, *Zarządzanie finansowe: teoria i praktyka*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2000, s. 135 i nast.; A. Duliniec, *op. cit.*, s. 90.

$$P_{az_0} = \frac{D_{az_1}}{(1+r_e)^1} + \frac{D_{az_2}}{(1+r_e)^2} + \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_{az_t}}{(1+r_e)^t}$$

gdzie:

$P_{az_0}$  – cena rynkowa akcji zwykłej w roku bazowym,

$D_{az}$  – wartość dywidendy płaconej od jednej akcji zwykłej w poszczególnych latach,

$r_e$  – oczekiwana stopa zwrotu z jednej akcji (stopa dyskontowa),

wówczas, gdy  $t \rightarrow \infty$ , otrzymujemy wyrażenie:

$$P_{az_0} = \frac{D_{az_1}}{r_e}, \text{ czyli } r_e = \frac{D_{az_1}}{P_{az_0}}$$

gdzie:

$r_e$  – można określić jako stopę dywidendy bądź bieżącą rentowność akcji (ang. *dividend yield*).

Jeżeli przyjmiemy, iż dywidendy płacone od akcji zwykłych będą rosły w stałym tempie, wówczas:

$$D_{az_t} = D_{az_0} (1+g)^t \text{ oraz } P_{az_0} = \frac{D_{az_1}}{r_e - g}$$

gdzie:

$g$  – stałe tempo wzrostu dywidend (w %).

Ta wersja modelu nosi nazwę **modelu wzrostu dywidend** lub **modelu M. Gordona**<sup>24</sup>. Bazując na powyższym, w rachunku koszt kapitału własnego zwykłego należy uwzględnić aktualną wysokość dywidendy i ceny rynkowej akcji, a także przewidywany stały wzrost stopy dywidendy<sup>25</sup>:

24 Nazwa pochodzi od Myrona Gordona, który jako pierwszy zastosował tego rodzaju wycenę. Por.: J.M. Gordon, *The Investment, Financing and Valuation of the Corporation*, Homewood, Irwin 1962.

25 W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2013, s. 335; J. Gajdka, E. Walińska, *op. cit.*, s. 135; M. Pęksyk, *Kalkulacja kosztu kapitału*, [w:] M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Wycena wartości przedsiębiorstw. Od teorii do praktyki*, Poltext, Warszawa 2011, s. 86.

$$k_{az} = \frac{D_{az_1}}{P_{az_0}} \times 100 + g$$

gdzie:

$k_{az}$  – koszt kapitału własnego zwykłego.

Nowa emisja akcji zwykłych zwiększa koszt kapitału własnego zwykłego o koszty emisji i sprzedaży akcji:

$$k_{az} = \frac{D_{az_1}}{P_{az_0} - F_{sz}} \times 100 + g$$

gdzie:

$F_{sz}$  – koszty emisji i sprzedaży przypadające na jedną akcję zwykłą.

Wyznaczanie kosztu kapitału własnego w oparciu o model M. Gordona wymaga wyznaczenia tempa wzrostu dywidend ( $g$ ). Wysokość ta określana może być na podstawie zmian jej poziomu w latach ubiegłych bądź za pomocą informacji dotyczących stopnia reinwestycji zysku<sup>26</sup>:

$$g = roe \times ER + i$$

gdzie:

$roe$  – rentowność kapitału własnego (ang. *return on equity*),

$ER$  – zysk zatrzymany (ang. *retained earnings*),

$i$  – stopa inflacji.

Warto w tym miejscu nadmienić, iż wykorzystanie modelu M. Gordona do szacowania kosztu kapitału własnego jest ograniczone wyłącznie do przedsiębiorstw, które charakteryzują się ustabilizowaną kondycją finansową, *stricte* o określonej polityce dywidend opierającej się na proporcjonalności wypłat dywidend do wypracowanych zysków. W praktyce jednak taka sytuacja dotyczy niewielu przedsiębiorstw.

Przechodząc do kolejnego modelu szacowania kosztu kapitału własnego, warto wyjaśnić, iż na wymaganą stopę zwrotu z danej inwestycji składa się stopa wolna od ryzyka oraz premia za ryzyko, co można zapisać za pomocą następującej formuły<sup>27</sup>:

$$k_{az} = R_w + P_r$$

gdzie:

$R_w$  – stopa zwrotu (dochodowość) z aktywów wolnych od ryzyka, która uwzględnia inflację,

$P_r$  – premia za różne rodzaje ryzyka.

<sup>26</sup> M. Wypych (red.), *op. cit.*, s. 99.

<sup>27</sup> M. Pęksyk, *op. cit.*, s. 87.

Stopa zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka określa wielkość zwrotu z papierów wartościowych pozbawionych ryzyka, za którą zwykle przyjmujemy oprocentowanie określonych obligacji Skarbu Państwa<sup>28</sup> lub krótkookresowych bonów skarbowych (zwrot z kapitału wolnego od ryzyka)<sup>29</sup>. Natomiast wśród premii za różne rodzaje ryzyka można wymienić<sup>30</sup>:

- premię za ryzyko niewypłacalności emitenta lub pogorszenia jego rentowności,
- premię płynności lub zbywalności,
- premię za ryzyko terminu zapadalności i reinwestycji.

**Model wyceny aktywów kapitałowych** – *CAPM* (ang. *Capital Asset Pricing Model*)<sup>31</sup>, zwany również modelem równowagi rynku kapitałowego (papierów wartościowych)<sup>32</sup>, nawiązuje w swej konstrukcji do relacji między stopą zwrotu z akcji a ryzykiem związanym z inwestycją w kapitał własny. Tę relację odzwierciedla równanie **linii papierów wartościowych** – *SML* (ang. *Security Market Line*)<sup>33</sup>. Między stopą zwrotu z inwestycji a poziomem ryzyka ma miejsce pozytywna relacja uwidaczniająca się w wymaganiu większej stopy zwrotu z przedsięwzięć o wyższym ryzyku. Przedsięwzięcia nieobarczone ryzykiem mają najniższą tzw. bazową stopę zwrotu, natomiast od wszystkich pozostałych przedsięwzięć inwestor wymaga oprócz stopy bazowej również dodatkowej premii za ryzyko (zob. rys. 6).

Z rysunku 6 wynika, iż oczekiwana stopa zwrotu w dany papier wartościowy stanowi rosnącą funkcję ryzyka systematycznego (mierzonego za pomocą współczynnika  $\beta$ ), zaś premia za ryzyko stanowi kąt nachylenia linii *SML*<sup>34</sup>.

28 Obligacje, na podstawie których estymujemy stopę wolną od ryzyka, muszą mieć stałe oprocentowanie.

29 Por.: J. Gajdka, E. Walińska, *op. cit.*, s. 145; M. Pęksyk, *op. cit.*, s. 88–89; K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 160–164.

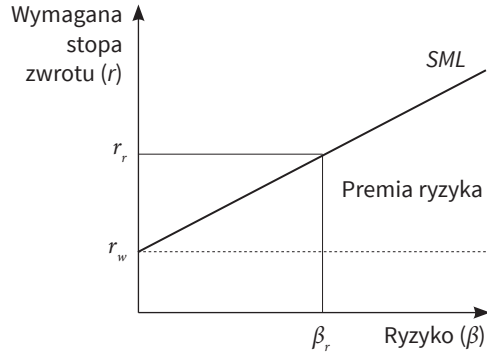
30 J. Ostaszewski, T. Cicirko, *op. cit.*, s. 153.

31 Podstawowe elementy tego modelu zostały opracowane niezależnie (w połowie lat sześćdziesiątych ubiegłego stulecia) przez W. Sharpe'a, J. Litnera oraz J. Mossina. Por.: W. Sharpe, *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, „The Journal of Finance” 1964, no 4; J. Litner, *Security Prices, Risk and Maximal Gain From Diversification*, „The Journal of Finance” 1965, no 4; J. Mossin, *Equilibrium in a Capital Asset Market*, „Econometrica” 1966, no 34.

32 W. Dębski, *Teoretyczne...*, s. 377.

33 J. Gajdka, E. Walińska, *op. cit.*, s. 452; W. Dębski, *Teoretyczne...*, s. 378; J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2013, s. 169; A. Duliniec, *op. cit.*, s. 95.

34 A.N. Duraj, *Koszt kapitału jako kryterium oceny efektywności projektów gospodarczych*, [w:] J. Duraj (red.), *Metody oceny projektów gospodarczych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006, s. 221.



**Rysunek 6.** Równanie linii papierów wartościowych – SML

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: J. Duraj, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1999, s. 178

**Współczynnik  $\beta$  (beta)** jest miarą ryzyka systematycznego, tj. rynkowego, które jest niezależne od działania przedsiębiorstwa. Współczynnik ten jest miarą wrażliwości rentowności przedsiębiorstwa na rentowność rynku kapitałowego jako całości<sup>35</sup>. Podstawą do wyznaczania wartości tego współczynnika jest obserwacja historycznych szeregów czasowych stopy zwrotu realizowanej w przedsiębiorstwie i stopy zwrotu realizowanej w tym czasie na rynku (na portfelu inwestycyjnym reprezentatywnym dla danego rynku)<sup>36</sup>. Współczynnik *beta* można wyznaczyć za pomocą wzoru<sup>37</sup>:

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_r)}{s^2(R_r)}$$

gdzie:

$\beta_i$  – współczynnik beta dla *i*-tego aktywa,

$\text{cov}(R_i, R_r)$  – kowariancja pomiędzy stopami zwrotu z portfela rynkowego oraz *i*-tego aktywa,

$s^2(R_r)$  – wariancja stopy zwrotu z portfela rynkowego.

Z istoty współczynnika *beta* wynika, że:

- a) jeśli  $\beta = 1$ , to stopa zwrotu z inwestycji w aktywa danej spółki zmienia się tak samo jak stopa zwrotu z portfela rynkowego; ryzyko inwestowania w aktywa danej spółki jest takie same jak przeciętne ryzyko rynkowe,
- b) jeśli  $0 < \beta < 1$ , wówczas stopa zwrotu z inwestycji w aktywa danej spółki zmienia się wolniej niż stopa zwrotu z portfela rynkowego;

<sup>35</sup> M. Pęksyk, *op. cit.*, s. 92.

<sup>36</sup> A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2007, s. 316.

<sup>37</sup> A.N. Duraj, *Koszt...*, s. 221.

- ryzyko inwestowania w aktywa danej spółki jest mniejsze niż przeciętne ryzyko rynkowe,
- c) jeśli  $\beta > 1$ , wtedy stopa zwrotu z inwestycji w aktywa danej spółki zmienia się bardziej niż stopa zwrotu z portfela rynkowego; ryzyko inwestowania w aktywa danej spółki jest większe od ryzyka rynkowego,
- d) jeśli  $\beta < 0$ , oznacza to, że stopa zwrotu z inwestycji w aktywa danej spółki zmienia się odwrotnie w stosunku do zmian sytuacji na rynku kapitałowym; mamy wówczas do czynienia z najwyższym ryzykiem inwestycyjnym.

Współczynnik  $\beta$  jest obliczany dla spółek giełdowych na podstawie ich notowań, zaś dla firmy nienotowanej najlepiej obliczyć go na bazie współczynników firm konkurencyjnych zaliczanych do tej samej klasy ryzyka (porównywalnych spółek giełdowych).

Warto także dodać, iż wyniki uzyskiwane przy zastosowaniu modelu CAPM są ze względów praktycznych dodatkowo korygowane (powiększane) o ryzyko indywidualne wycenianego przedsiębiorstwa.

Podsumowując, można wskazać, że w modelu wyceny aktywów kapitałowych (CAPM) zakłada się, że wymagana stopa zwrotu przez właściciela (dochodowość) jest uzależniona od stopy zwrotu z inwestycji wolnych od ryzyka oraz premii za ryzyko, która z kolei determinowana jest przez:

- stopę zwrotu (dochodowość) z portfela rynkowego,
  - stopę zwrotu (dochodowość) z inwestycji wolnej od ryzyka oraz
  - stopień ryzyka systematycznego (*beta*),
- co można wyrazić za pomocą wzoru<sup>38</sup>:

$$k_{az} = r_w + \beta(r_r - r_w)$$

gdzie:

$k_{az}$  – koszt kapitału własnego zwykłego wyrażonego jako wymagana dochodowość akcji,

$r_w$  – dochodowość aktywów wolnych od ryzyka,

$r_r$  – przeciętna dochodowość wszystkich aktywów notowanych na giełdzie,

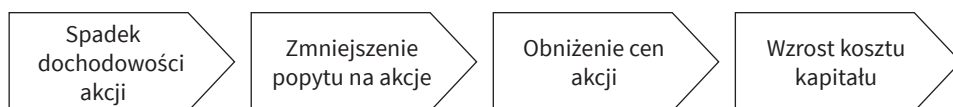
$\beta$  – współczynnik *beta* dla akcji danej spółki.

Odnosząc się do szacowania stopy zwrotu z portfela rynkowego, czyli przeciętnej dochodowości wszystkich aktywów notowanych na giełdzie lub dochodowości z przeciętnej akcji (średni zwrot na rynku kapitałowym),

38 Por.: Z. Bodie, A. Kane, A.J. Marcus, *Investments*, Homewood, Boston 1989, s. 264; E. Brigham, L. Gapenski, *Financial Management. Theory and Practice*, The Dryden Press, Chicago 1994, s. 192; J. Gajdka, E. Walińska, *op. cit.*, s. 141; J. Duraj, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1999, s. 177.

wym), w podejmowanych kalkulacjach na ogół przyjmuje się stopę zwrotu wyliczoną na podstawie zmian wybranego indeksu giełdowego.

Chcąc określić stopę zwrotu z akcji zwykłej, ustalamy zatem jej dochodowość. Jednakże warto wspomnieć o skutkach obniżenia dochodowości akcji, które skupiają się wokół spadku zainteresowania ich zakupem. Pociągać to może to za sobą spadek ich ceny, co z kolei podnosi koszt kapitału własnego zwykłego ustalonego na podstawie aktualnych warunków rynkowych<sup>39</sup> (zob. rys. 7).



**Rysunek 7.** Skutki obniżenia dochodowości akcji

Źródło: opracowanie własne

Warto w tym miejscu zaznaczyć, iż w modelu wyceny aktywów kapitałowych (CAPM) przyjmuje się następujące teoretyczne założenia, które niejednokrotnie są trudne do spełnienia:

- a) rynek nie podlega szybkim wahaniom,
- b) inwestorzy mają jednakowe oczekiwania co do stopy zwrotu i akceptowalnego ryzyka,
- c) inwestorzy akceptują ceny rynkowe,
- d) inwestorzy dążą do maksymalizacji swojego majątku,
- e) realizowane stopy zwrotu charakteryzują się rozkładem normalnym,
- f) na inwestycje mogą być przeznaczane dowolne kwoty,
- g) zakłada się brak podatków,
- h) nie występują koszty transakcyjne<sup>40</sup>.

Praktyczne ograniczenie stosowania tego modelu wynika także z takich kwestii, jak:

- właściwy wybór stopy zwrotu wolnej od ryzyka (z reguły stopa ta ustalona jest m.in. na podstawie rządowych obligacji, gdyż zakłada się, iż państwo nie zbankrutuje, co może jednak teoretycznie mieć miejsce),
- właściwy wybór rynkowej stopy zwrotu (niejednoznaczność w zakresie średniej stopy zwrotu w gospodarce czy na giełdzie),
- szacowanie premii za ryzyko na podstawie danych historycznych (na podstawie analizy *ex post* a nie *ex ante*, co może powodować niejednoznaczność uzyskanych rezultatów),

<sup>39</sup> B. Woźniak-Sobczak, *op. cit.*, s. 63.

<sup>40</sup> Por.: E.W. Davies, J. Pointon, *Finanse i firma*, PWE, Warszawa 1997, s. 152.

- właściwy wybór okresu dla zbudowania funkcji regresji i wyznaczenia współczynnika *beta*, gdyż np. krótki okres może nie uwzględnić zmian koniunkturalnych w gospodarce.

W literaturze przedmiotu za ważny, lecz niedomknięty, obszar badań związku między rynkową wartością kapitału a polityką dywidendową spółek uważa należy problematykę **kosztu zysków zatrzymanych**<sup>41</sup>. Przedsiębiorstwo może bowiem finansować swą działalność, pozostawiając zyski dla celów reinwestycji, co stanowi pewnego rodzaju wkład właścicieli we wzrost kapitału własnego. Właściciele jednakże, rezygnując m.in. z wypłaty dywidend, czyli bieżących korzyści kapitałowych, oczekują większej rekompensaty w przyszłości. Chodzi przede wszystkim o wzrost wartości przedsiębiorstwa na rynku bądź wyższe dywidendy w następnych latach. Te oczekiwania co do wypłat dywidendy oraz przyszłej stopy zwrotu z akcji danej spółki stanowią zatem koszt kapitału własnego w formie zysków zatrzymanych.

Koszt zysków zatrzymanych można rozpatrywać zatem jako koszt utraconych możliwości. Warto pamiętać, iż kapitał zgromadzony w formie zysków zatrzymanych nie jest darmowy, gdyż pociąga za sobą koszt alternatywny. Oznacza to, że posiadacze akcji powinni zarobić na zysku zatrzymanym przynajmniej tyle, ile mogliby zarobić na alternatywnych inwestycjach o porównywalnym ryzyku.

Przy szacowaniu tego kosztu przyjmuje się, iż akcjonariusze mogliby uzyskać przynajmniej taką samą stopę zwrotu, jaką otrzymują od akcji spółki<sup>42</sup>, czyli:

$$k_{zz} = k_{az}$$

gdzie:

$k_{zz}$  – koszt zysków zatrzymanych.

Inną możliwością dla powyższej formuły jest wykorzystanie do określenia kosztu zysku zatrzymanego relacji zysku netto do wartości rynkowej kapitału własnego, co odzwierciedla rentowność kapitałów własnych (*roe*):

$$k_{zz} = roe = \frac{Z_n}{KW_{az}} \times 100$$

gdzie:

$Z_n$  – zysk netto,

$KW_{az}$  – wartość rynkowa kapitału własnego zwykłego.

41 W opracowaniu celowo pominięto omówienie kosztu innych składników kapitału własnego, w tym zapasowego, rezerwowych itp.

42 B. Woźniak-Sobczak, *op. cit.*, s. 63.

Bazując na powyższym podejściu, koszt zysków zatrzymanych może zostać również oszacowany jako relacja zysku netto (określającego możliwości wypłaty dywidend) pomniejszonego o wypłacone dywidendy od akcji uprzywilejowanych do wartości rynkowej kapitału własnego<sup>43</sup>:

$$k_{zz} = \frac{Z_n - D_u}{KW_{az}} \times 100$$

gdzie:

$D_u$  – dywidenda od akcji uprzywilejowanych.

Określony w powyższy sposób koszt zysków zatrzymanych można zinterpretować jako potencjalnie maksymalne stopy dywidendy od akcji zwykłych, tzn. stopę dywidendy określoną przy założeniu, że cały zysk netto pomniejszony o dywidendy uprzywilejowane przeznaczony jest na wypłatę dywidend od akcji zwykłych. Dodatkowo, jako rozwiązanie alternatywne można uwzględnić wartość rynkową kapitału własnego uprzywilejowanego, wówczas:

$$k_{zz} = \frac{Z_n}{KW_{az} + KW_u} \times 100$$

gdzie:

$KW_u$  – wartość rynkowa kapitału własnego uprzywilejowanego.

Poza wyżej wymienionymi metodami szacowania kosztu zysków zatrzymanych, w literaturze przedmiotu podaje się, że koszt ten można wyznaczyć za pomocą:

- 1) **dochodu z obligacji plus premii za ryzyko**,
- 2) **zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)**,
- 3) **modelu wyceny aktywów kapitałowych (CAPM)**.

Pierwsza metoda jest dość prosta, ale obciążona dużym stopniem subiektywizmu, gdyż wielkość premii za ryzyko często określana jest w sposób intuicyjny, na podstawie analizy o charakterze jakościowym. Jednakże głównie ze względu na jej prostotę oraz zrozumiałość jest dość często stosowana w praktyce. Jak się okazuje w bardzo wielu przypadkach podstawę analizy przedsiębiorstw pod kątem ryzyka (premię za ryzyko) stanowią oceny agencji ratingowych<sup>44</sup>.

43 M. Wypych (red.), *op. cit.*, s. 101.

44 Por.: D. Dziwago, *Credit-rating*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.

W modelu *DCF* (ang. *Discounted Cash Flow*) zakłada się, że korzyściami właścicieli pozostawiających zysk w przedsiębiorstwie jest wyłącznie nadzieja na wypłatę większych dywidend w przyszłości. Wykorzystując cytowany już model Gordona oraz równanie określające zaktualizowaną wartość przyszłego strumienia dywidend ( $P_{az_0} = D_{az_1} / (r_e - g)$ ), koszt zysków zatrzymanych można wyrazić jako:

$$k_{zz} = \frac{D_{az_1}}{P_{az_0}} \times 100 + g$$

gdzie:

$D_{az_1}$  – dywidenda na akcję przypadająca do wypłacenia na koniec pierwszego okresu,

$P_{az_0}$  – bieżąca cena akcji,

$g$  – stałe roczne tempo dywidend.

Ponadto jeśli założymy, iż na koniec pierwszego okresu przedsiębiorstwo wypłaci dywidendę o  $g$  procent wyższą niż w okresie poprzednim, wówczas:

$$k_{zz} = \frac{D_{az_0} (1 + g)}{P_{az_0}} \times 100 + g$$

co oznacza, że zgodnie z modelem zdyskontowanych przepływów pieniężnych (*DCF*) koszt kapitału własnego pochodzącego z zysków zatrzymanych zależy od:

- wielkości historycznej dywidendy wypłaconej w okresie bazowym,
- bieżącej ceny akcji oraz
- tempa wzrostu dywidendy.

Natomiast w modelu wyceny aktywów kapitałowych (*CAPM*) koszt zysków zatrzymanych jest utożsamiany z wymaganą przez akcjonariuszy stopą zwrotu z akcji danej spółki, więc szacowany jest w sposób analogiczny, jak w odniesieniu do kosztu kapitału własnego zwykłego.

Biorąc pod uwagę wielość źródeł kapitału obcego (kredyty, pożyczki, obligacje, leasing, faktoring, franchising, forfaiting, kredyt kupiecki, warranty itd.), w szacowaniu jego kosztu można ograniczyć się do najczęściej stosowanych form zaciągania długu, tj. kredytów bankowych oraz obligacji.

**Koszt kapitału obcego** należy traktować jako wymaganą stopę zwrotu przez wierzycieli, którzy, udostępniając kapitał, ponoszą określone ryzyko. Wymagana stopa zwrotu może być odnoszona, podobnie jak przy koszcie kapitału własnego, do stopy wolnej od ryzyka powiększonej o premię za ryzyko, która związana może być np. ze zwłoką w spłacie kapitału, z zagrożeniem wypłacalności czy upadłości pożyczkobiorcy.

W zależności od formy pozyskania kapitału obcego, jego koszt może być liczony na podstawie:

- efektywnej stopy procentowej płaconej od kredytu lub
- stopy dochodu w terminie do wykupu wyliczonej dla obligacji.

**Koszt kredytu bankowego** stanowi relacja wielkości odsetek do wartości kapitału obcego. Relacja ta wyrażana jest za pomocą stopy procentowej i jest określana jako nominalny koszt kredytu<sup>45</sup>. Odsetki od kredytu są zaliczane do kosztów uzyskania przychodu i jako koszty finansowe zmniejszają podstawę opodatkowania przedsiębiorstwa podatkiem dochodowym. W praktyce oznacza to, iż faktyczny koszt kapitału obcego dla przedsiębiorstwa jest mniejszy od nominalnych stóp procentowych z uwagi na występowanie oszczędności na podatku dochodowym oraz zmniejszoną o inflację jego wartość realną.

Koszt długu jest więc stopą procentową pomniejszoną o tarczę podatkową, co można wyrazić za pomocą następującej formuły<sup>46</sup>:

$$k_d = r(1 - T)$$

gdzie:

$k_d$  – koszt kapitału obcego,

$r$  – roczna nominalna stopa procentowa,

$T$  – stopa podatku dochodowego.

Warto wskazać, iż odsetki od kredytu są w istocie płacone od zysku operacyjnego (tj. przed zapłatą odsetek i opodatkowaniem), a nie od zysku netto. Przedsiębiorstwo korzysta zatem w pełni z osłony podatkowej wyłącznie w sytuacji, gdy zysk operacyjny przewyższa koszt odsetek. Warunkiem skorzystania w sposób efektywny z tarczy podatkowej jest, aby przedsiębiorstwo osiągało zysk, a ponadto było opodatkowane (brak ulg i zwolnień podatkowych), gdyż dla jednostek, które ponoszą straty ten efektywny koszt kapitału obcego będzie równy kosztowi nominalnemu.

Szacowanie kosztu długu po opodatkowaniu na podstawie wyłącznie nominalnej stopy procentowej oraz stopy podatku dochodowego jest sporym uproszczeniem, gdyż odsetki od kredytu nie są jedynym kosztem ponoszonym przez kredytobiorcę. Mimo iż w literaturze przedmiotu można spotkać się z określeniem stopy procentowej po opodatkowaniu jako rzeczywistego kosztu kapitału obcego<sup>47</sup>, jednakże podejście to wydaje się być mylące. Odnosząc się do terminologii bankowej, rzeczywista

---

45 M. Wypych (red.), *op. cit.*, s. 102.

46 D. Krzezińska, *Finanse przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 2000, s. 69.

47 M. Wypych (red.), *op. cit.*, s. 102.

stopa oprocentowania kredytu –  $RRSO^{48}$  (ang. *Annual Percentage Rate*) uwzględnia nie tylko koszty odsetek, ale także dodatkowe opłaty i prowizje, jak również bierze pod uwagę wartości przepływów finansowych związanych ze spłatą kredytu w poszczególnych okresach trwania umowy kredytowej.

Wśród dodatkowych kosztów oprócz odsetek mogą pojawić się następujące opłaty:

- przygotowawcza,
- za rozpatrzenie wniosku kredytowego,
- za udzielenie kredytu,
- za prowadzenie rachunku kredytu,
- za zaangażowanie,
- za wcześniejszą spłatę,
- za przygotowanie promesy kredytowej,
- za doradztwo itd.

Przy szacowaniu kosztu długu w postaci kredytu bankowego właściwsze byłoby zatem wykorzystanie rzeczywistej stopy oprocentowania:

$$k_d = r_{rso} (1 - T)$$

gdzie:

$r_{rso}$  – rzeczywista roczna stopa procentowa.

Wśród determinant, które wpływają na koszt kredytu, wymienia się:

- a) okres, na jaki kredyt został udzielony i jego wysokość,
- b) ryzyko związane z finansowaniem konkretnego przedsiębiorstwa,

---

48  $RRSO$  jest stopą procentową wyliczaną zgodnie z Ustawą z dnia 12 maja 2011 r. o *kredycie konsumenckim* (Dz. U. 2011 r., Nr 126, poz. 715) wedle następującej formuły:

$$\sum_{K=1}^{K=m} \frac{A_K}{(1+i)^{t_K}} = \sum_{K'=1}^{K'=m'} \frac{A_{K'}}{(1+i)^{t_{K'}}$$

gdzie poszczególne litery i symbole użyte we wzorze oznaczają:

$K$  – numer kolejnej wypłaty raty kredytu,

$K'$  – numer kolejnej spłaty kredytu lub kosztów,

$A_K$  – kwota wypłaty raty kredytu,

$A_{K'}$  – kwota spłaty kredytu lub kosztów,

$m$  – numer ostatniej wypłaty raty kredytu,

$m'$  – numer ostatniej spłaty kredytu lub kosztów,

$t_K$  – okres, wyrażony w latach lub ułamkach lat, między dniem pierwszej wypłaty a dniem każdej kolejnej wypłaty, zatem  $t_1 = 0$ ,

$t_{K'}$  – okres, wyrażony w latach lub ułamkach lat, między dniem pierwszej wypłaty a dniem każdej spłaty lub wniesienia opłat,

$i$  – rzeczywista roczna stopa oprocentowania ( $RRSO$ ).

- c) warunki, na jakich kredyt został udzielony (źródła i terminy spłaty, sposób naliczania odsetek, formy zabezpieczenia kredytu),
- d) marżę bankową służącą pokryciu wydatków związanych z funkcjonowaniem banku i utworzeniem zysku,
- e) stopy procentowe NBP, stanowiące element polityki pieniężnej państwa<sup>49</sup>.

Kapitał obcy przedsiębiorstwa może pochodzić również z emisji i sprzedaży obligacji. Kupując obligacje, inwestorzy biorą pod uwagę rentowność tej inwestycji, na którą składa się nie tylko nominalne oprocentowanie obligacji, ale również różnica pomiędzy ceną zakupu a ceną jej odsprzedaży na rynku kapitałowym. Bieżąca rentowność obligacji (ang. *current yield*) jest racją oprocentowania rocznego do bieżącej ceny obligacji na wtórnym rynku kapitałowym. Na rynku pierwotnym obligacje kupowane są po cenie emisyjnej, zaś ich wykup odbywa się po cenie nominalnej (ang. *maturity value*)<sup>50</sup>.

**Koszt długu w postaci obligacji** określany jest na podstawie stopy zwrotu, wyznaczonej dla okresu pozostającego do wykupu obligacji przez emitenta – *YTM* (ang. *yield to maturity*). Stopa zwrotu z obligacji w okresie pozostającym do ich wykupu jest ustalana jako stopa dyskonta, przy której wartość przyszłych wpływów z obligacji zrówna się z ceną jej zakupu, co można wyrazić za pomocą wzoru<sup>51</sup>:

$$P_0 = \frac{I_1}{(1 + r_d)^1} + \frac{I_2}{(1 + r_d)^2} + \dots + \frac{I_n + P_n}{(1 + r_d)^n}$$

gdzie:

- $P_0$  – bieżąca cena rynkowa obligacji,
- $P_n$  – cena nominalna obligacji (cena wykupu),
- $I_n$  – oprocentowanie obligacji w okresie wykupu,
- $t$  – kolejne okresy wypłat oprocentowania,
- $n$  – liczba okresów pozostających do wykupu,
- $r_d$  – stopa dyskonta.

Koszt obligacji zerokuponowych (którym nie towarzyszy oprocentowanie) wylicza się według następującej formuły:

$$P_0 = \frac{P_n}{(1 + r_d)^n}$$

49 B. Woźniak-Sobczak, *op. cit.*, s. 64.

50 A. Dulinić, *op. cit.*, s. 75 i nast.

51 *Ibidem*.

Zaś dla obligacji o stałym oprocentowaniu równanie pozwalające wyznaczyć stopę jest następujące:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1+r_d)^t} + \frac{P_n}{(1+r_d)^n}$$

Dla obligacji o stałym oprocentowaniu obserwuje się następujące zależności pomiędzy nominalną stopą oprocentowania ( $i = I/P_n$ ), stopą zwrotu ( $r_d$ ) a bieżącą ceną rynkową obligacji ( $P_0$ ):

gdy  $P_0 = P_n$ , to  $r_d = i$ ,

gdy  $P_0 > P_n$ , to  $r_d < i$ ,

gdy  $P_0 < P_n$ , to  $r_d > i$ .

Wzrost wymaganej stopy zwrotu z obligacji powoduje spadek cen tych papierów na rynku kapitałowym, i odwrotnie, spadek stopy rentowności obligacji jest związany ze wzrostem ich cen na rynku.

Dla obligacji o zmiennym oprocentowaniu nominalna stopa procentowa jest uzależniona od wahań określonego indeksu (np. rentowności bonów skarbowych), dlatego nie można dokładnie określić przyszłych przepływów pieniężnych związanych z obsługą obligacji. Przy korzystaniu z długu w postaci obligacji warto wskazać, iż wpływy kapitałowe z tego tytułu są pomniejszone o koszty emisji, w szczególności gdy następuje ona w drodze publicznej subskrypcji. Do kosztów emisji obligacji można zaliczyć:

- a) wynagrodzenie doradców prawnych i finansowych oraz firm audytorskich związanych z przygotowaniem prospektu emisyjnego,
- b) koszty gwarancji emisji,
- c) koszty techniczne przeprowadzenia emisji,
- d) koszty pośrednictwa w emisji (banku inwestycyjnego) itd.

Biorąc po uwagę powyższe oraz uwzględniając stawkę podatkową, koszt kapitału obcego pozyskanego w drodze emisji obligacji można wyznaczyć za pomocą następującego wzoru:

$$P_0(1-f) = \sum_{t=1}^n \frac{I_t(1-T)}{(1+k_d)^t} + \frac{P_n}{(1+k_d)^n}$$

gdzie:

$$k_d = r_d(1-T)$$

$f$  – koszty emisji obligacji,

$T$  – stawka podatku dochodowego,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Koszt kapitału obcego pozyskanego w drodze emisji obligacji zależy zatem od:

- wielkości i częstotliwości wypłat oprocentowania,
- terminu wykupu,
- ceny emisyjnej uzyskanej przy sprzedaży obligacji pomniejszonej o koszty emisji oraz
- oszczędności podatkowych związanych z zaciągnięciem długu.

Szczególnie interesującym i niełatwym zadaniem analitycznym staje się wycena obligacji zamiennych na akcje. Ze względu na fakt, iż obligacja zamienna jest instrumentem hybrydowym (podobnie jak warrant), do jej wyceny posłużyć się można np. modelami wyceny opcji. Wśród najbardziej popularnych **modeli wyceny opcji** wymienić można:

- a) metodę Blacka-Scholesa,
- b) metodę dwumianową,
- c) schematy różnicowe czy
- d) metodę Cranka-Nicolsona<sup>52</sup>.

Jednym z modeli, który można wykorzystać do wyceny obligacji zamiennej traktowanej jako instrument pochodny (gdzie instrument bazowy stanowi cena akcji), jest model dwumianowy opracowany przez Coxa-Rossa-Rubinsteina<sup>53</sup>. Opierając się na założeniach zawartych w tym modelu<sup>54</sup>, możliwe jest skonstruowanie drzewa dwumianowego, modelującego rozwój cen akcji w przyszłości, gdzie każdy węzeł drzewa odwzorowuje możliwą cenę akcji w danym momencie. Z kolei, w każdym z węzłów konieczne jest dokonanie analizy możliwych działań przysługujących inwestorowi i wybór wariantu optymalnego dla racjonalnie działającego inwestora (opcje *call* i *put*<sup>55</sup>). Emitent wykona opcję *call*, jeśli cena, po jakiej może dokonać wcześniejszego wykupu, jest niższa od wartości, jaką

52 J. Jakubowski, *Modelowanie rynków finansowych*, Wydawnictwo Script, Warszawa 2006; W. Rudny, *Opcje rzeczowe w procesie tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2009.

53 J.C. Cox, S.A. Ross, M. Rubinstein, *Option Pricing: A Simplified Approach*, „Journal of Financial Economics” 1979, no 7 (3), s. 229–263.

54 Szerzej: G. Sachs, *Valuing convertible bonds as derivatives. Quantitative strategies research notes*, Goldman Sachs, New York 1994, s. 13.

55 Opcja kupna (typu *call*) daje nabywcy opcji prawo do nabycia instrumentu bazowego, natomiast opcja sprzedaży (typu *put*) z kolei prawo sprzedaży instrumentu bazowego po z góry określonej cenie wykonania. Prawo to może być wykonane w dniu wygaśnięcia opcji (opcja europejska), w dowolnym dniu od daty zawarcia kontraktu opcyjnego do daty wygaśnięcia włącznie (opcja amerykańska) lub w kilku ściśle określonych datach (opcja bermudzka). Por.: W. Dębski: *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007; W. Tarczyński, *Instrumenty pochodne na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 2003; K. Jajuga, T. Jajuga, *op. cit.*

obligacja zamienna posiada w sytuacji, gdy inwestor będzie ją utrzymywał do kolejnego okresu. W sytuacji, gdy emitent wezwie inwestora do przedłożenia obligacji zamiennej do przedterminowego wykupu, temu drugiemu przysługuje ciągle prawo do dokonania konwersji obligacji zamiennej na akcje. Stąd też wartością obligacji zamiennej w węzle, w którym obowiązują opisane założenia, jest maksimum spośród:

- wartości konwersji,
- ceny, po jakiej można przedłożyć obligację zamienną do przedterminowego wykupu,
- minimum spośród wartości obligacji przy braku konwersji oraz ceny, po jakiej emitent może dokonać przedterminowego wykupu obligacji<sup>56</sup>.

Warto podkreślić, iż powyższe rozwiązania wymagają często zaawansowanego aparatu matematycznego, większość menadżerów traktuje owe metody z nieufnością i poczuciem, że uzyskane rezultaty są trudno weryfikowalne<sup>57</sup>.

Jedną z podstawowych kategorii wykorzystywanych w decyzjach strategicznych jest tzw. **średnioważony koszt kapitału** – WACC (ang. *Weighted Average Cost of Capital*)<sup>58</sup>, który wyraża średni koszt poszczególnych składników kapitału zaangażowanego w przedsiębiorstwie ważony ich udziałem w całości kapitału.

W wyliczeniach WACC uwzględnia się:

- 1) koszt kapitału własnego, na który składa się koszt kapitału akcyjnego uprzywilejowanego oraz kapitału akcyjnego zwykłego, a także
- 2) koszt kapitału obcego (np. w postaci kredytów, obligacji itd.).

Średnioważony koszt kapitału można wyrazić zatem za pomocą wzoru:

$$WACC = w_u \times k_u + w_{az} \times k_{az} + w_d \times k_d$$

gdzie:

WACC – średnioważony koszt kapitału,

$k_u$  – koszt kapitału własnego uprzywilejowanego,

$k_{az}$  – koszt kapitału własnego zwykłego,

$k_d$  – koszt długu po opodatkowaniu,

$w_u, w_{az}, w_d$  – wskaźnik udziału poszczególnych źródeł kapitału w kapitale ogółem przedsiębiorstwa ( $w_u + w_{az} \times w_d$ ).

56 S. Bembenik, *Arbitraż na obligacjach zamiennych. Analiza strategii na przykładzie emisji spółki TUI AG*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, nr 79, Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2007, s. 117–118.

57 F. Black, M. Scholes, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, „Journal of Political Economy” 1973, no 81, s. 637–659.

58 Wskaźnik informujący o przeciętnym koszcie względnym kapitału zaangażowanego w finansowanie inwestycji przez przedsiębiorstwo.

Formułę tę można zapisać również w następujący sposób:

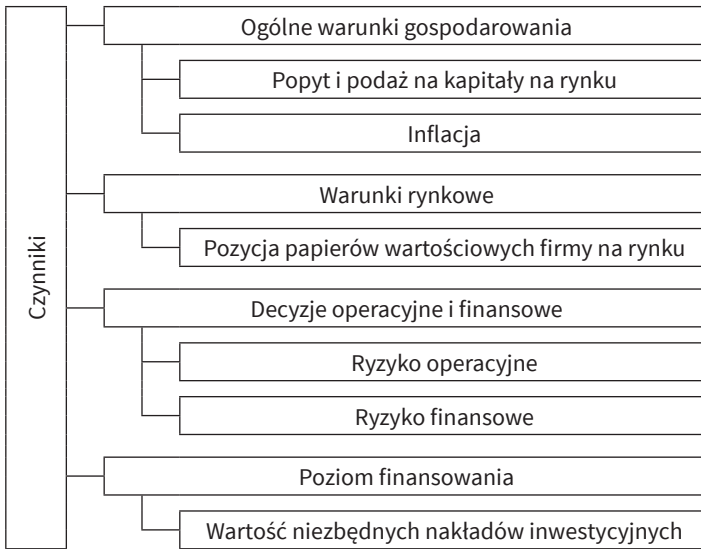
$$WACC = \sum_{i=1}^n w_i \times k_i$$

gdzie:

$k_i$  – koszt  $i$ -tego składnika kapitału,

$w_i$  – udział  $i$ -tego składnika kapitału w kapitale całkowitym,

$n$  – liczba składników kapitału.



**Rysunek 8.** Czynniki kształtujące średnioważony koszt kapitału

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: A.N. Duraj, *Koszt kapitału jako kryterium oceny efektywności projektów gospodarczych*, [w:] J. Duraj (red.), *Metody oceny projektów gospodarczych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006, s. 216

Wagi poszczególnych składników kapitału mogą być oparte na wartościach księgowych lub wartościach rynkowych kapitału zaangażowanego w przedsiębiorstwie. Ze względu na fakt, iż ostatecznie wartość przedsiębiorstwa weryfikowana jest na rynku kapitałowym oraz że kapitał jest pozyskiwany przez przedsiębiorstwo głównie poprzez sprzedaż papierów po cenach rynkowych, struktura kapitału powinna być określana według wartości rynkowych, a nie księgowych. Jednakże często podaje się argumenty za stosowaniem wartości księgowej, gdyż<sup>59</sup>:

<sup>59</sup> A. Dulinić, *op. cit.*, s. 101.

- wartości księgowe są łatwiejsze do wyliczenia (dane dostępne w bilansie),
- wartość księgowa jest bardziej stabilna od rynkowej, która podlega wahaniom,
- wartość rynkowa długu jest zawsze mniejsza niż jego wartość księgowa, więc relatywnie maleje jego udział w kształtowaniu kosztu kapitału.

Poziom średnioważonego kosztu kapitału kształtowany przez wiele czynników, w tym m.in.: ogólne warunki gospodarowania, warunki rynkowe, decyzje operacyjne i finansowe bądź poziom finansowania przedsiębiorstwa (zob. rys. 8).

Średnioważony koszt kapitału odgrywa niebagatelną rolę przy zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Jego minimalizacja jest bowiem tożsama z osiągnięciem przez przedsiębiorstwo optymalnej struktury kapitału, której kształtowanie ma zapewnić z jednej strony maksymalne oczekiwane strumienie przepływów pieniężnych netto, a z drugiej oczekiwaną wymaganą stopę zwrotu z wyłożonego kapitału przez inwestorów. Ta oczekiwana wymagana stopa zwrotu z wyłożonego kapitału przez inwestorów (wierzycieli i właścicieli) jest równa średnioważonemu kosztowi kapitału.

### 3. Metody wyceny przedsiębiorstwa

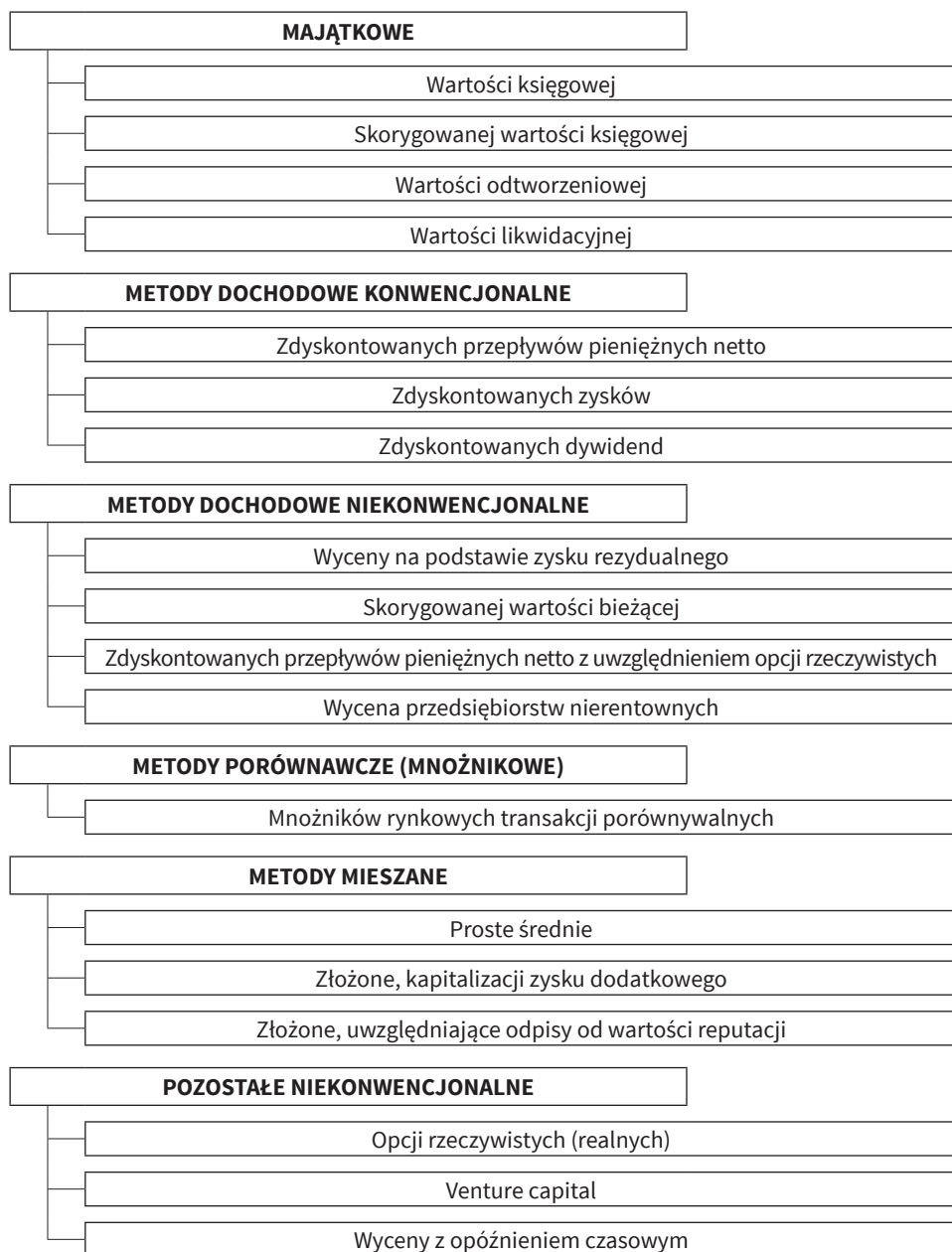
Przedstawiona różnorodność definicyjna wartości, wielość jej nośników oraz funkcji wyceny wynika także z odmiennych podejść do szacowania wartości przedsiębiorstwa.

W standardach amerykańskich, takich jak AICPA, ASA czy NACVA<sup>60</sup>, wyodrębnia się trzy metody wyceny przedsiębiorstw: dochodowe, majątkowe oraz porównawcze. Zagraniczni autorzy wskazują z kolei na klasyfikację metod wyceny w podziale na:

- a) metody dochodowe, porównawcze oraz oparte na opcjach realnych (T. Koller, M. Goedhart i D. Wessels),
- b) metodę bezpośrednią (inaczej dochodową), porównawczą, opartą na teorii opcji oraz majątkową (A. Damodaran), jak również
- c) metody oparte na modelach wartości dzisiejszej netto, na teorii opcji oraz metody porównawcze (M. Meitner)<sup>61</sup>.

60 Por.: W. Patena, *op. cit.*, s. 33–56.

61 T. Koller, M. Goedhart i D. Wessels, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, Hoboken 2010; M. Meitner, *The Market Approach to Comparable Company Valuation*, Physica Verlag, Springer Company, Heidelberg



**Rysunek 9.** Klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstwa

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: A. Firla, *Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi*, Wydawnictwo SGH, Warszawa 2008

Polscy autorzy również prezentowali klasyfikację metod wyceny przedsiębiorstw, w których wyodrębniali:

- a) metody majątkowe, dochodowe oraz mieszane (R. Borowiecki i in.),
- b) metody majątkowe, dochodowe, mieszane, porównawcze oraz niekonwencjonalne (D. Zarzecki),
- c) metody majątkowe, dochodowe, mieszane oraz niekonwencjonalne (M. Kufel) czy
- d) metodę historyczną (księgową), ogólną siły nabywczej pieniądza, wartości bieżącej oraz metody mieszane (A. Kamela-Sowińska)<sup>62</sup>.

Podsumowania klasyfikacji metod wyceny przedsiębiorstw w wersji bardziej szczegółowej dokonał A. Fierla (zob. rys. 9). Niektóre z nich są stosowane w praktyce gospodarczej. Jak wynika bowiem z Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 17 lutego 2009 r. w sprawie analizy przedsiębiorstwa państwowego dokonywanej przed wydaniem zarządzenia o prywatyzacji bezpośredniej, oszacowanie wartości przedsiębiorstwa jest dokonywane przy użyciu co najmniej dwóch metod wyceny, w szczególności spośród następujących: zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych, wartości odtworzeniowej, wartości skorygowanej aktywów netto, rynkowej wartości likwidacyjnej oraz przy zastosowaniu mnożnika zysku<sup>63</sup>.

Grupując powyższe klasyfikacje metod wyceny przedsiębiorstwa, można uznać, iż mamy do czynienia z czterema grupami metod:

- metody bazujące na majątku przedsiębiorstwa,
- metody bazujące na podejściu dochodowym,
- metody bazujące na majątku przedsiębiorstwa i na podejściu dochodowym (mieszane) oraz
- metody rynkowe (mnożnikowe)<sup>64</sup>.

### 3.1. Metody majątkowe

Metody wyceny przedsiębiorstwa bazujące na wartości jego majątku są historycznie najstarszymi i najbardziej rozpowszechnionymi. W praktyce bardzo często wycenę przedsiębiorstwa zaczyna się od oszacowania

62 Por.: R. Borowiecki (red.), *Wycena...*; D. Zarzecki, *op. cit.*; M. Kufel, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Park, Bielsko-Biała 1992; A. Kamela-Sowińska, *Wycena przedsiębiorstw i ich mienia*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Handlu i Rachunkowości, Poznań 2006.

63 Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 17 lutego 2009 r. w sprawie analizy przedsiębiorstwa państwowego dokonywanej przed wydaniem zarządzenia o prywatyzacji bezpośredniej, Dz.U. 2009 r., Nr 34, poz. 265, § 3.1.

64 A. Szablewski, R. Turniak (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2004, s. 143–150; J. Duraj, *Podstawy ekonomiki przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2004, s. 167.

wartości jego aktywów. Zgodnie z tą metodą przedsiębiorstwo jest warte tyle, ile warte są wycenione w różny sposób jego aktywa netto, czyli aktywa ogółem pomniejszone o zobowiązania<sup>65</sup>.

Ogólnie rzecz biorąc, procedura wyceny majątku obejmuje pięć kluczowych etapów:

- a) klasyfikacja składników majątkowych (pieniężne i niepieniężne),
- b) określenie grup składników i wchodzących w ich skład obiektów inwentarzowych,
- c) określenie indeksu zmian poziomu cen,
- d) obliczenie współczynników przeszacowania majątku,
- e) przeszacowanie wartości historycznej majątku za pomocą współczynników na bieżącej poziomie cen<sup>66</sup>.

Wśród metod majątkowych wymienić należy trzy główne metody:

- księgową (ang. *book value method*),
- odtworzeniową (ang. *replacement value method*),
- upłynnienia (ang. *break-up value method*), zwaną likwidacyjną (ang. *liquidity value method*).

**Metoda księgowa** jest najprostszą metodą wyceny przedsiębiorstwa, gdyż jego wartość ustala się jako różnicę między księgową wartością aktywów i księgową wartością kapitału obcego, co można zapisać za pomocą następującego równania:

$$Wk = A - Z$$

gdzie:

$Wk$  – wartość księgowa przedsiębiorstwa,

$A$  – wartość księgowa aktywów przedsiębiorstwa,

$Z$  – wartość księgowa kapitału obcego (zobowiązań).

Metody księgowe bazują wyłącznie na substancji materialnej przedsiębiorstwa, której wartość utożsamiana jest z bilansową wartością wycenianych elementów aktywów i pasywów. Z tego względu wskazuje się niejednokrotnie na niewielką użyteczność tych metod w praktyce. W szczególności podkreśla się następujące wady metod majątkowych:

- a) dostarczają informacji o „papierowym”, a nie faktycznym (rynkowym) zużyciu składników majątku,
- b) nie spełniają wymogów porównywalności z realnymi cenami rynkowymi,

---

65 Aktywa netto od strony kapitałowej są utożsamiane z wartością kapitału własnego.

66 S. Nahotko, *Współczesne metody wyceny wartości przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Ośrodka Postępu Organizacyjnego, Bydgoszcz 1998, s. 120–121.

- c) nie informują o faktycznym stopniu zużycia (technicznego i moralnego) środków trwałych,
- d) nie reagują na zmiany w strukturze aktywów i ich dostosowanie do procesów gospodarczych,
- e) nie uwzględniają pozamaterialnych składników wartości (marka, kapitał intelektualny, pozycja na rynku, *know-how* itd.),
- f) posiadają duży margines błędu z racji braku uwzględnienia rynku kapitałowego, rynku nieruchomości itd.

Na tym tle warto wskazać, iż metody księgowe mają także szereg zalet, w tym m.in.:

- prostota zastosowania,
- dostępność danych do obliczeń (bilans przedsiębiorstwa),
- jednoznaczne wyniki,
- całościowe ujęcie majątku (trwałego i obrotowego),
- możliwość porównania z innymi metodami wyceny.

Aby wyeliminować zarzut rozmiękania się rynkowej i księgowej wartości wycenianych aktywów i pasywów w majątkowej wycenie przedsiębiorstwa, stosuje się metodę skorygowanych aktywów netto, która sprowadza się do doprowadzania księgowej wartości wyceny majątku i zobowiązań do wartości rynkowej. Przebiega to w kilku etapach<sup>67</sup>:

- 1) weryfikacja bilansu pod kątem identyfikacji pominiętych w bilansie aktywów i zobowiązań,
- 2) korygowanie do wartości rynkowej wszystkich aktywów i zobowiązań (ujętych i nieujętych w bilansie),
- 3) odjęcie od różnicy między skorygowanymi aktywami a zobowiązaniami wartości kapitału uprzywilejowanego.

Przykładami korygowanych pozycji bilansowych mogą być:

- a) papiery wartościowe odnoszone do ich aktualnej wartości na rynku,
- b) zapasy weryfikowane pod kątem okresu ich rotacji oraz możliwości sprzedania po cenie rynkowej,
- c) należności krótkoterminowe i długoterminowe skorygowane o terminy ich zapadalności,
- d) inwestycje długoterminowe z uwzględnieniem dyskonta,
- e) rzeczowe aktywa trwale oszacowane, np. według ich charakteru, lokalizacji, położenia itd.,
- f) wartości niematerialne i prawne skorygowane według spodziewanych cen sprzedaży na rynku.

Mimo wielu zalet tej metody nie uwzględnia ona wartości pozamaterialnych składników wartości przedsiębiorstwa oraz obszarów finansów, które nie są ujmowane w pozycjach bilansowych.

---

<sup>67</sup> W. Szczęsny (red.), *op. cit.*, s. 261 i nast.

Kolejną metodą majątkową jest metoda odtworzeniowa, która zakłada, że przedsiębiorstwo jest warte tyle, ile wynosiłyby nakłady poniesione na stworzenie przedsiębiorstwa od podstaw w sposób możliwie najwierniej go odzwierciedlający, pomniejszone o zobowiązania.

**Metoda odtworzeniowa (kosztów odtworzenia)**, zwana także metodą reprodukcyjną, polega na oszacowaniu wartości majątku przedsiębiorstwa według aktualnych na dzień wyceny nakładów inwestycyjnych i kosztów odtworzenia. Wartość taką określa się na podstawie informacji zawartych w aktualnych katalogach cenowych i indeksach cen poszczególnych aktywów (np. branżowych).

Wycena przedsiębiorstwa za pomocą metody odtworzeniowej powinna udzielić odpowiedzi na pytanie, jakie koszty należy ponieść, chcąc stworzyć podobne pod kątem struktury rzeczowej majątku oraz zdolności wytwórczej przedsiębiorstwo, co można zapisać za pomocą równania<sup>68</sup>:

$$W_0 = A_n - A_a$$

gdzie:

$W_0$  – wartość odtworzeniowa przedsiębiorstwa,

$A_n$  – wydatki konieczne do budowy nowego przedsiębiorstwa o analogicznym potencjale według cen z dnia wyceny,

$A_a$  – wydatki konieczne do modernizacji wycenianego przedsiębiorstwa w celu uzyskania oczekiwanego potencjału produkcyjnego.

Szczególne znaczenie w wycenie majątku tą metodą mają następujące czynniki<sup>69</sup>:

- a) dobór obiektu porównywalnego i jego ceny jednostkowej określonej według aktualnych cen rynkowych,
- b) sposób oszacowania procentowego zużycia technicznego,
- c) dobór wskaźników korygujących ceny jednostkowe do wycenianego obiektu z punktu widzenia różnic, np. w standardzie, funkcji itp.,
- d) dobór wskaźnika redukcyjnego, sprowadzającego wartość odtworzeniową do wartości rynkowej.

Metoda odtworzeniowa występuje w dwóch wariantach, jako:

- 1) metoda szczegółowa (bezpośrednia, cennikowa), która wymaga ustalenia aktualnych cen poszczególnych składników majątku oraz rzeczywistych wskaźników ich faktycznego zużycia na ustalony dzień wyceny,

---

68 S. Nahotko, *op. cit.*, s. 146.

69 *Ibidem*, s. 123 i nast.

- 2) metoda wskaźnikowa (pośrednia), w której ustala się wskaźniki wzrostu cen oraz wskaźniki przeciętnego, rzeczywistego zużycia dla wyodrębnionych grup majątku, gdzie wartość odtworzeniowa jest iloczynem wartości księgowej oraz odpowiedniego indeksu cen.

Metoda odtworzeniowa, jak każda metoda majątkowa, posiada swoje słabe strony. Głównie polegają one na tym, iż metoda ta traktuje wyceniane przedsiębiorstwo jako sumę składników majątkowych i nie ujmuje systemowych skutków ich powiązania, a ponadto jest zorientowana na nakłady związane z odtworzeniem majątku, nie ujmuje zaś możliwych dzięki temu korzyści.

Trzecią z metod majątkowych wyceny przedsiębiorstwa jest **metoda upłynnienia**, wedle której wyceniane przedsiębiorstwo jest tyle warte, ile wynosiłyby hipotetyczne wpływy netto uzyskane przez właścicieli w przypadku likwidacji przedsiębiorstwa i sprzedaży jego majątku<sup>70</sup>. Wartość likwidacyjna jest różnicą między wartością upłynnienia aktywów, zobowiązaniami, które należałoby spłacić, oraz kosztami związanymi z przeprowadzeniem procesu likwidacji, co można zapisać w postaci następującego równania:

$$Wl = Al - Z - Kl$$

gdzie:

*Wl* – wartość likwidacyjna przedsiębiorstwa,

*Al* – wartość likwidowanych aktywów przedsiębiorstwa,

*Z* – wartość wymaganych zobowiązań,

*Kl* – koszty likwidacji przedsiębiorstwa.

Wartość likwidacyjna przedsiębiorstwa określa dolną granicę wartości – ceny przedsiębiorstwa, na jaką zgodzą się właściciele w trakcie negocjacji jego sprzedaży. Na wartość likwidacyjną ma wpływ wiele czynników niezależnych od przedsiębiorstwa, m.in. relacja między popytem a podażą na rynku, ogólna sytuacja gospodarcza itp. Dlatego w szacowaniu wartości likwidacyjnej powinno bazować się w głównej mierze na opinii ekspertów, rzeczoznawców, którzy powinni dostarczyć najbardziej wiarygodnych informacji na temat możliwych cen uzyskanych w momencie likwidacji danego przedsiębiorstwa. W praktyce źródłami informacji o hipotetycznych, możliwych od uzyskania cen w chwili likwidacji przedsiębiorstwa są: przetargi, aukcje, zapytania ofertowe, katalogi itp.

Dla potrzeb wyceny przedsiębiorstwa metodą likwidacyjną można zastosować **zmodyfikowaną formułę Wilcoxa-Gamblera**, przy pomocy

<sup>70</sup> W. Szczęsny (red.), *op. cit.*, s. 263.

której dokonuje się oszacowania hipotetycznych wartości aktywów i pasywów w sposób następujący:

- a) rzeczowe aktywa trwałe oraz wartości niematerialne i prawne przyjmuje się na poziomie 50% ich wartości księgowej,
- b) finansowe aktywa trwałe oraz papiery wartościowe przeznaczone do obrotu wycenia się według wartości rynkowej,
- c) zapasy, należności i inne niepieniężne aktywa obrotowe szacuje się na poziomie 70% wartości księgowej,
- d) środki pieniężne przyjmuje się według ich wartości bilansowej,
- e) zobowiązania wycenia się według ich wartości rynkowej<sup>71</sup>.

Przy wyznaczaniu wartości likwidacyjnej wychodzi się z założenia, że celem przedsiębiorstwa jest zaprzestanie działalności. Tym samym najczęściej metoda ta stosowana jest w przypadku podmiotów stojących w obliczu zaprzestania swej działalności.

## 3.2. Metody dochodowe

### 3.2.1. Wolne przepływy pieniężne jako determinanta wyceny przedsiębiorstwa

Wskaźniki efektywności przedsiębiorstwa obliczane na podstawie składników zasobów zawartych w bilansie nie są wystarczające dla pełnej oceny działalności przedsiębiorstwa. Wartość tej analizy można zwiększyć, biorąc pod uwagę dane strumieniowe zawarte w rachunku zysków i strat, zaś dopełnieniem tej oceny staje się badanie przepływów pieniężnych.

Uznaje się, że dzięki funkcjonowaniu rachunku przepływów środków pieniężnych uzyskuje się lepszy obraz działalności przedsiębiorstwa pod kątem generowania dochodowości aniżeli opieranie się wyłącznie na wskaźnikach zyskowności. Przepływ środków pieniężnych, w przeciwieństwie do zysku, odzwierciedla pełniej i realniej efektywność gospodarowania zasobami przedsiębiorstwa. Wskazuje bowiem na rzeczywisty przebieg jego siły dochodowej w okresach minionych i stanowi istotny punkt wyjścia do obliczania przyszłych możliwości utrzymania osiągniętych wyników. Nadto, przepływy pieniężne są mniej podatne na manipulacje księgowe w przeciwieństwie do zysku<sup>72</sup>. Na podstawie rachunku przepływów pieniężnych przedsiębiorstwa można ponadto ocenić:

---

71 P.J. Szczepankowski, *Poznanwanie wartości własnego przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo IPIŚ, Warszawa 2001, s. 33.

72 L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj, E. Kurtys, T. Waśniewski, B. Wersty, *op. cit.*, s. 125.

- a) możliwości generowania przez przedsiębiorstwo gotówki i jej ekwiwalentów,
- b) zmiany w majątku netto przedsiębiorstwa,
- c) płynność i wypłacalność przedsiębiorstwa,
- d) możliwości i skuteczność adaptacji przedsiębiorstwa odzwierciedlonej za pomocą kwoty i terminowości przepływów pieniężnych<sup>73</sup>.

W teorii finansów za powszechne przyjęto zatem założenie, iż ekonomicznym miernikiem – służącym do określenia stopnia realizacji celu przedsiębiorstwa – winna być bardziej kategoria przyływu pieniądza (gotówki) netto, określana jako *cash flow*, aniżeli doceniana przez księgowych i menedżerów kategoria zysku<sup>74</sup>. W literaturze przedmiotu, szczególnie poświęconej wycenie przedsiębiorstwa, najwięcej uwagi poświęca się jednak wolnym przepływom pieniężnym (ang. *free cash flow*).

**Wolne przepływy pieniężne** są strumieniami gotówki generowanej przez działalność operacyjną. Z drugiej strony wolne przepływy pieniężne można ogólnie zdefiniować jako środki pieniężne możliwe do przeznaczenia dla wszystkich stron finansujących działalność przedsiębiorstwa<sup>75</sup>.

W uproszczeniu, wolne przepływy pieniężne to łączne wpływy operacyjne pomniejszone o wydatki operacyjne, bez względu na to, czy zostały one zaewidencjonowane przez rachunkowość jako koszty w rachunku zysków i strat (ang. *expenses*) czy jako wydatki w bilansie (ang. *expenditures*)<sup>76</sup>. Tym samym jest to różnica między rzeczywistym napływem gotówki do przedsiębiorstwa a jej rzeczywistym odpływem. Określenie „wolne” określa gotówkę pomniejszoną o tę, która została zainwestowana we wzrost (odpływ gotówki), więc jest to ostateczna wartość strumieni pieniężnych dostępna na rzecz wszystkich dostawców kapitału.

W zależności od sposobu obliczania wolnych przepływów pieniężnych wyróżnić można ich cztery kluczowe rodzaje<sup>77</sup>:

- a) **wolne przepływy pieniężne dla przedsiębiorstwa** – *FCF* lub *FCFF* (ang. *Free Cash Flow to Firm*), które są sumą środków pieniężnych dla wszystkich dostawców kapitału, zarówno właścicieli kapitału własnego, jak i właścicieli kapitału obcego. Od-

73 J. Duraj, *Przedsiębiorstwo na rynku...*, s. 96.

74 J. Gajdka, E. Walińska, *op. cit.*, s. 22–23.

75 S.Z. Benninga, O.H. Sarig, *Finanse przedsiębiorstwa: Metody wyceny*, WIG Press, Warszawa 2000, s. 41.

76 Por. G.B. Stewart III, *The Quest for Value. The EVA Management Guide*, HarperBusiness, 1991.

77 Oprócz wyżej wymienionych rodzajów wolnych przepływów pieniężnych wskazuje się także na skorygowaną wartość dodaną – *APV* (ang. *Adjusted Present Value*) – por. T. Dudycz, *op. cit.*, s. 41–42.

setki od kapitału obcego są kosztem zmniejszającym podstawę opodatkowania, dlatego dla przedsiębiorstwa obciążenia z tytułu zadłużenia są niższe niż wynikałoby to z nominalnej stopy oprocentowania. W związku z tym przepływy pieniężne rozpatrywane z punktu widzenia przedsiębiorstwa są niższe niż przynależne inwestorom. Przy wycenie przedsiębiorstwa *FCFF* są dyskontowane średnioważonym kosztem kapitału po opodatkowaniu<sup>78</sup>;

- b) **wolne przepływy pieniężne dla kapitału** – *FCC* lub *FCFC* (ang. *Free Cash Flow to Capital*), które są sumą środków pieniężnych przeznaczonych dla wszystkich dostarczcycieli kapitału (własnego i obcego), równym teoretycznym środkiem pieniężnym, jakie mogą oni otrzymać. Przy wycenie przedsiębiorstwa *FCFC* są dyskontowane średnioważonym kosztem kapitału przed opodatkowaniem;
- c) **wolne przepływy pieniężne dla akcjonariuszy** – *FCE* lub *FCFE* (ang. *Free Cash Flow to Equity*), które są sumą środków pieniężnych należnych wyłącznie właścicielom kapitału własnego przedsiębiorstwa (akcjonariuszom). Przy wycenie przedsiębiorstwa *FCFE* są dyskontowane kosztem kapitału własnego;
- d) **wolne przepływy pieniężne dla wierzycieli** – *FCD* lub *FCFD* (ang. *Free Cash Flow to Debetholders*), które są sumą środków pieniężnych należnych wyłącznie właścicielom kapitału obcego przedsiębiorstwa (wierzycielom). Przy wycenie przedsiębiorstwa *FCFD* są dyskontowane kosztem kapitału obcego (zob. tab. 1).

**Tabela 1.** Rodzaje wolnych przepływów pieniężnych i odpowiadające im stopy dyskontowe

Rodzaj przepływów pieniężnych	Odpowiednia stopa dyskontowa
Wolne przepływy pieniężne dla przedsiębiorstwa ( <i>FCFF</i> )	Średnioważony koszt kapitału po opodatkowaniu
Wolne przepływy pieniężne dla kapitału ( <i>FCFC</i> )	Średnioważony koszt kapitału przed opodatkowaniem
Wolne przepływy pieniężne dla akcjonariuszy ( <i>FCFE</i> )	Koszt kapitału własnego
Wolne przepływy pieniężne dla wierzycieli ( <i>FCFD</i> )	Koszt kapitału obcego

**Źródło:** P. Fernandez, *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*, Academic Press, San Diego 2002, s. 23

<sup>78</sup> O szacowaniu kosztu kapitału oraz wycenie przedsiębiorstwa będzie mowa w dalszej części rozdziału.

Mimo istnienia tych czterech rodzajów wolnych przepływów pieniężnych, najwięcej uwagi poświęca się tym, które mają charakter wolnych przepływów dla przedsiębiorstwa bądź tylko z kapitału własnego (dla akcjonariuszy).

Obliczanie wolnych przepływów pieniężnych dla przedsiębiorstwa może przebiegać na różne sposoby, w zależności od opracowań zarówno naukowych, jak i firm konsultingowych. Punktem wyjścia może być pierwsza kategoria w rachunku zysków i strat (przychody ze sprzedaży) bądź ostatnia (zysk netto). W literaturze można odnaleźć kilka technik szacowania wolnych przepływów gotówkowych dla przedsiębiorstwa<sup>79</sup>:

- obliczanie *FCFF* począwszy od *EBITDA*,
- obliczanie *FCFF* począwszy od *EBIT*,
- obliczanie *FCFF* począwszy od *EAT*.

Pierwsze podejście bazujące na metodzie komponentów (ang. *Components Approach*), polega na ustaleniu wolnych przepływów pieniężnych, począwszy od obliczenia *EBITDA* (ang. *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation*), czyli zysku przed płatnością odsetek, opodatkowaniem i amortyzacją. Kategorię tę określa się często jako operacyjne przepływy pieniężne – *OCF* (ang. *Operating Cash Flow*)<sup>80</sup>. Wedle tego podejścia operacyjne przepływy pieniężne (różnica pomiędzy przychodami ze sprzedaży a kosztami sprzedaży i operacyjnymi) po opodatkowaniu oraz korekcie przyrostu kapitału stanowią wolne przepływy pieniężne dla przedsiębiorstwa (zob. tab. 2).

W tabeli 2 podatek dochodowy został naliczony od *EBITDA*, jednakże gdyby był naliczany do *EBIT*, wówczas należałoby w podejściu od strony komponentów dodać do *EBITDAAT* wartość tarczy podatkowej z tytułu amortyzacji.

Drugie podejście do szacowania wolnych przepływów pieniężnych dla przedsiębiorstwa zakłada wykorzystanie znanego w literaturze zysku z działalności operacyjnej – *EBIT* (ang. *Earnings Before Interest and Taxes*), czyli zysku przed płatnością odsetek i opodatkowaniem, który niekiedy jest utożsamiany z pojęciem zysku operacyjnego netto – *NOP* (ang. *Net Operating Profit*). W tym przypadku podatek dochodowy może być również liczony od *EBITDA* lub *EBIT*, co skutkuje jedyną różnicą w osłonie podatkowej przy amortyzacji (zob. tab. 3).

79 A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje – systemy – narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 134 i nast.

80 Niektórzy autorzy traktują kategorię *EBITDA* na równi z *OCF*, lecz należy pamiętać, że nie są to pojęcia tożsame.

Tabela 2. Obliczanie *FCFF* na podstawie *EBITDA*

	Sprzedaż
-	Koszty sprzedaży i operacyjne (bez amortyzacji)*
=	<i>EBITDA (OCF)</i>
-	Gotówkowy podatek dochodowy**
=	Operacyjne przepływy pieniężne po opodatkowaniu ( <i>ATOCF / EBITDAAT</i> )***
-	Przyrost majątku obrotowego
-	Przyrost majątku trwałego (w tym amortyzacja)
=	<b>Wolne przepływy gotówkowe z łącznego kapitału (<i>FCFF</i>)</b>

Objaśnienia:

\* Koszty te są nazywane kosztami gotówkowymi (ang. *Cash Operating Costs*);\*\* Podatek naliczony od *EBITDA*, a zatem od operacyjnych przepływów gotówkowych;\*\*\* *EBITDAAT* (ang. *Earnings Before Interest Depreciation, Amortisation and After Taxes*) – zysk przed amortyzacją i odsetkami, ale po opodatkowaniuŹródło: M. Bertoneche, R. Knight, *Financial Performance*, Butterworth-Heinemann, 2001, s. 141 i nast.Tabela 3. Obliczanie *FCFF* na podstawie *EBIT*

Obliczanie <i>FCFF</i> na podstawie <i>EBIT</i>		
	(podatek naliczony od <i>EBITDA</i> )	(podatek naliczony od <i>EBIT</i> )
	Sprzedaż	
-	Koszty sprzedaży i operacyjne (bez amortyzacji)	
=	<i>EBITDA (OCF)</i>	
-	Amortyzacja	
=	<i>EBIT (NOP)</i>	
-	Gotówkowy podatek dochodowy (od <i>EBITDA</i> )	Gotówkowy podatek dochodowy (od <i>EBIT</i> )
=	<i>EBIAT* / NOPAT**</i>	
+	Amortyzacja	Amortyzacja x (1 - T)***
-	Przyrost majątku obrotowego	
-	Przyrost majątku trwałego (w tym amortyzacja)	
=	<b>Wolne przepływy gotówkowe z łącznego kapitału (<i>FCFF</i>)</b>	

Objaśnienia:

\* *EBIAT* (ang. *Earnings Before Interest and After Taxes*) – zysk przed odsetkami, ale po opodatkowaniu;\*\* *NOPAT* (ang. *Net Operating Profit After Tax*) – zysk operacyjny po opodatkowaniu;\*\*\* *T* – stopa podatku dochodowego.

Źródło: jak wyżej

Obliczanie wolnych przepływów pieniężnych według trzeciego podejścia jest metodą szacowania, począwszy od ostatniej kategorii rachunku zysków i strat, czyli zysku netto – *EAT* (ang. *Earnings After Taxes*). Do tej kategorii należy z kolei dodać koszt odsetek oraz amortyzacji po uwzględnieniu osłony podatkowej<sup>81</sup> (zob. tab. 4).

**Tabela 4.** Obliczanie *FCFF* na podstawie *EAT*

	Zysk netto
+	Odsetki x (1 – T)*
+	Amortyzacja x (1 – T)**
=	Operacyjne przepływy pieniężne po opodatkowaniu ( <i>ATOCF / EBITDAAT</i> )
–	Przyrost majątku obrotowego
–	Przyrost majątku trwałego (w tym amortyzacja)
+	Dywidendy uprzywilejowane
=	<b>Wolne przepływy gotówkowe z łącznego kapitału (<i>FCFF</i>)</b>

Objaśnienia:

\* Mimo uproszczonego zapisu „odsetki x (1 – T)”, efekt tarczy podatkowej powinien być odniesiony do łącznego wyniku z działalności finansowej, czyli „wynik na działalności finansowej x (1 – T)”;

\*\* Jeżeli podatek został naliczony od zysku brutto – *EBT* (ang. *Earnings Before Taxes*), wówczas w przypadku amortyzacji należy również uwzględnić aspekt podatkowy.

**Źródło:** D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999

Najczęściej jednakże w polskiej literaturze przedmiotu wolne przepływy pieniężne dla przedsiębiorstwa (*FCFF*) są szacowane w oparciu o *EBIT*<sup>82</sup>:

$$FCFF = EBIT * (1 - \text{stopa podatku dochodowego}) + \text{amortyzacja} -/+ \text{zwiększenie/zmniejszenie wartości kapitału obrotowego netto} -/+ \text{nakłady inwestycyjne w majątek trwały/inwestycje}$$

Wolne przepływy pieniężne z kapitału własnego określane są w różny sposób, m.in.<sup>83</sup>:

- *ECF* (ang. *Equity Cash Flow*),
- *FCFE* (ang. *Free Cash Flow to Equity*),
- *NCF* (ang. *Net Cash Flow to Equity*).

81 Por.: D. Zarzecki, *op. cit.*

82 A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), *op. cit.*, s. 149.

83 A. Cwynar, W. Cwynar, *op. cit.*, s. 144.

Dla oszacowania wolnych przepływów akcjonariuszy, najprostszą metodą jest wykorzystanie wolnych przepływów dla przedsiębiorstwa, które ujmują strumień gotówki zarówno dla wierzycieli, jak i właścicieli. Aby obliczyć wartość wolnych przepływów pieniężnych dla właścicieli, należy zatem skorygować wolne przepływy pieniężne dla całego przedsiębiorstwa o dwie kluczowe kategorie:

- 1) spłatę odsetek od kapitałów obcych po uwzględnieniu tarczy podatkowej oraz
- 2) spłatę kapitałów obcych i zaciągnięcie nowych, czyli generalnie o wynik na działalności finansowej (zob. tab. 5).

**Tabela 5.** Obliczanie *FCFE* na podstawie *FCFF*

	<i>FCFF</i>
-	Odsetki $\times (1 - T)$
+/-	Spłata/Zaciągnięcie kredytów
=	<b>Wolne przepływy gotówkowe z kapitału własnego (<i>FCFE</i>)</b>

Źródło: D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999

Najczęściej w literaturze przedmiotu, wolne przepływy pieniężne dla właścicieli są szacowane w oparciu o *FCFF*<sup>84</sup>:

$$FCFE = FCFF + (\text{przychody finansowe} - \text{koszty finansowe}) \times (1 - \text{stopa podatku dochodowego}) - \text{spłata rat kapitałowych od zaciągniętych kredytów, pożyczek i papierów dłużnych} + \text{wpływy z tytułu zaciągniętych kredytów, pożyczek i papierów dłużnych}$$

Powyższą metodę można także wyrazić jako:

$$\text{zysk netto} + \text{amortyzacja} - \text{nakłady inwestycyjne w majątek trwały} -/+ \text{zwiększenie/zmniejszenie wartości kapitału obrotowego netto} - \text{spłata rat kapitałowych od zaciągniętych kredytów, pożyczek i papierów dłużnych} + \text{wpływy z tytułu zaciągniętych kredytów, pożyczek i papierów dłużnych}$$

Mając na uwadze powyższe, wolne przepływy pieniężne dla wierzycieli – *FCFD* (ang. *Free Cash Flow to Debt*) stanowią różnicę między wolnymi przepływami gotówki dla przedsiębiorstwa i akcjonariuszy:

84 A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), *op. cit.*, s. 149.

$$FCFD = FCFF - FCFE$$

gdzie:

*FCFD* – płatności odsetkowe, raty kapitałowe oraz wpływy z tytułu nowego zadłużenia po uwzględnieniu tarczy podatkowej.

Wolne przepływy pieniężne dla całego kapitału *FCFC* (ang. *Free Cash Flow to Capital*) są sumą przepływów gotówki dla kapitału własnego i obcego. Warto jednakże wskazać, iż wolne przepływy pieniężne dla wierzycieli należy traktować jako zmiany stanu zadłużenia w danym okresie oraz wypłaty oprocentowania (różnica pomiędzy przychodami a kosztami finansowymi), ale bez uwzględnienia efektu tarczy podatkowej<sup>85</sup>.

### 3.2.2. Charakterystyka metod dochodowych

W podejściu dochodowym zakłada się, że przedsiębiorstwo warte jest tyle, ile przyniesie dochodu, poczynszy od dzisiaj do przyszłości, tj. w okresie objętym prognozą<sup>86</sup>. Istotą metod dochodowych jest szacowanie wartości przyszłych korzyści finansowych z prowadzonej działalności przez przedsiębiorstwo, które abstrahuje od wyceny substancji majątkowej.

Korzyści finansowe (dochody) mogą przybierać różną postać, m.in. zysków, dywidend czy *cash flow* (przepływów pieniężnych netto), dlatego w podejściu dochodowym wyróżnia się trzy podstawowe (konwencjonalne) metody wyceny przedsiębiorstwa<sup>87</sup>:

- metodę zdyskontowanych zysków,
- metodę zdyskontowanych dywidend,
- metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych.

Powyższe metody dochodowe nazwane są dyskontowymi, gdyż poszczególne strumienie dochodów (zysków, dywidend, *cash flow*) będą powstawać w przyszłości w różnych okresach po zakończeniu wyceny i tym samym zachodzi potrzeba ich dyskontowania w czasie dla potrzeb ustalenia wartości bieżącej (na moment wyceny), niezależnie od okresu, w którym powstają. Wyceny takie powinny być przeprowadzane na podstawie:

- a) estymacji prognozowanego dochodu (zysku, dywidendy bądź *cash flow*),
- b) określenia stopy dyskontowej,
- c) przewidywanego czasu funkcjonowania przedsiębiorstwa,
- d) ustalenia wartości przedsiębiorstwa przez zdyskontowanie prognozowanych dochodów.

<sup>85</sup> *Ibidem*, s. 150.

<sup>86</sup> S. Nahotko, *op. cit.*, s. 223.

<sup>87</sup> Niekonwencjonalne metody dochodowe wyceny przedsiębiorstw (m.in. wyceny na podstawie zysku rezydualnego, skorygowanej wartości bieżącej itp.) nie zostały poddane szczegółowej analizie ze względu na rzadsze ich wykorzystanie w praktyce.

Biorąc pod uwagę **uproszczoną metodę zdyskontowanych zysków**, przy założeniu, że w okresie  $n$  lat funkcjonowania przedsiębiorstwa od momentu wyceny przyniesie ono co roku stały zysk o wartości  $Z$ , wartość przedsiębiorstwa może być określona jako suma przyszłej wartości zdyskontowanych zysków po  $n$  latach ( $FV$ ), przy przyjęciu stopy dyskontowej  $r$ <sup>88</sup>:

$$Wp(FV) = Z + Z(1+r) + Z(1+r)^2 + \dots + Z(1+r)^{n-1} = \frac{(1+r)^n - 1}{r}$$

Obecną wartość przedsiębiorstwa ( $PV$ ) stanowi zatem zaktualizowana wartość przyszyłych zysków, co można wyrazić jako:

$$Wp(PV) = Z \frac{(1+r)^n - 1}{r} \times \frac{1}{(1+r)^n}$$

czyli:

$$Wp = Z \frac{1 - (1+r)^{-n}}{r}$$

Bardziej skomplikowany i pracochłonny charakter tej metody występuje w sytuacji przedsiębiorstwa, gdy zyski są zróżnicowane, co zazwyczaj ma miejsce w praktyce. Wówczas podstawą zastosowania metody dochodowej opartej na zyskach jest oszacowanie w przyjętym okresie zysków przedsiębiorstwa, a następnie ich zdyskontowanie przy założonej stopie dyskontowej. Po ich zsumowaniu otrzymujemy<sup>89</sup>:

$$Wp = \sum_{t=1}^n \frac{Z_t}{(1+r)^t}$$

gdzie:

$Z_t$  – wielkość zysku w kolejnych latach,

$r$  – przyjęta stopa dyskontowa,

$t = 1, 2, \dots, n$  – przyjęty okres generowania zysków.

Gdy okres generowania zysków jest relatywnie krótki, w powyższej formule pojawia się zdyskontowana **wartość rezydualna** ( $W_{re}$ ):

$$Wp = \sum_{i=1}^n \frac{Z_i}{(1+r)^i} + \frac{W_{re}}{(1+r)^n}$$

Wartość rezydualna jest wartością przedsiębiorstwa w ostatnim badanym okresie.

88 L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj, E. Kurtys, T. Waśniewski, B. Wersty, *op. cit.*, s. 404 i nast.

89 *Ibidem*, s. 405.

W formułach wyceny przedsiębiorstwa odnoszących się do zysku można uwzględnić zarówno księgowy zysk netto, jak i zysk powiększony o amortyzację itp. Jeśli w procesie wyceny wykorzystuje się dywidendy ( $D_t$ ) lub przepływy pieniężne ( $CF_t$ ), to powyższe wzory przyjmą następującą postać:

$$Wp = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} \quad \text{oraz} \quad Wp = \sum_{i=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{W_{re}}{(1+r)^n}$$

$$Wp = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad \text{oraz} \quad Wp = \sum_{i=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{W_{re}}{(1+r)^n}$$

Ostatnie równanie prezentuje wycenę przedsiębiorstwa w oparciu o **metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych** – *DCF* (ang. *Discounted Cash Flow*)<sup>90</sup>, która jest najbardziej rozpowszechniona w literaturze i praktyce, jednakże należy do najbardziej złożonych. Wymaga bowiem po pierwsze oszacowania przyszłych przepływów pieniężnych na kilka lat, ustalenia odpowiedniej stopy dyskontowej (kosztu kapitału) oraz szacowania wartości rezydualnej.

W praktyce kluczowym problemem jest zaprojektowanie przyszłych strumieni gotówki, jakie mogą zostać wygenerowane w przedsiębiorstwie. Prognoza w metodzie *DCF* przebiega w czterech etapach (zob. tab. 6).

Mimo złożoności tej metody wyceny przedsiębiorstwa, *DCF* traktuje się jako jedną z najbardziej cenionych przez organizacje międzynarodowe i kontrahentów zagranicznych metod szacowania wartości, gdyż skupia się na traktowaniu gotówki jako priorytetu w kreowaniu wartości w przeciwieństwie do majątku czy zysków księgowych<sup>91</sup>.

90 P. Kosiń, *Wycena niektórych inwestycji długoterminowych w procesie zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, [w:] E. Urbańczyk, A. Gąsior, E. Mioduchowska-Jaroszewicz, M. Romanowska (red.), *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 55, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2012, s. 464.

91 T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, New York 2000, s. 73 i nast.

Tabela 6. Etapy w metodzie DCF

Numer etapu	Nazwa etapu	Czynności
1	Prognoza nadwyżki pieniężnej	Określenie składników nadwyżki pieniężnej Kompleksowa analiza przeszłości Przyjęcie założeń i scenariuszy na przyszłość Przeprowadzenie obliczeń i ich ocena
2	Ustalenie kosztu kapitału	Wyznaczenie celowej struktury kapitału Ustalenie kosztu kapitału obcego Ustalenie kosztu kapitału własnego
3	Ustalenie wartości rezydualnej	Określenie okresu prognozy Wyznaczenie parametrów Zdyskontowanie wyniku do dnia wyceny
4	Przeprowadzenie obliczeń i interpretacja wyników	Dokonanie obliczeń i sprawdzenie wyników Interpretacja wyników w aspekcie decyzyjnym

**Źródło:** S. Nahotko, *Współczesne metody wyceny wartości przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Ośrodka Postępu Organizacyjnego, Bydgoszcz 1998, s. 196

W literaturze przedmiotu dotyczącej wartości przedsiębiorstwa prezentuje się pogląd, iż głównym celem przedsiębiorstwa w gospodarce rynkowej jest maksymalizowanie wartości rynkowej przez osiągnięcie możliwie wysokiego dochodu z zainwestowanego kapitału, przy akceptowanym poziomie ryzyka<sup>92</sup>. Owe dochody utożsamiane są z wolnymi przepływami pieniężnymi przedsiębiorstwa (*FCF*), zaś ryzyko ze średnioważonym kosztem kapitału (*WACC*)<sup>93</sup>. Wolne przepływy pieniężne stanowią zatem korzyść ekonomiczną z prowadzonej działalności (dochodów), zaś *WACC* jest przyjętą stopą dyskontową do szacowania wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych. Mając na względzie to podejście, wartość rynkową przedsiębiorstwa, przy wykorzystaniu metody dochodowej bazującej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych, wyrazić można w następujący sposób:

92 J. Duraj, *Przedsiębiorstwo...*, s. 33–34.

93 Wśród pozycji literaturowych, traktujących o tej kwestii wymienić należy m.in.: A. Black, P. Wright, J. Bachman, *op. cit.*; T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*; A. Cwynar, W. Cwynar, *op. cit.*; T. Dudycz, *op. cit.*; J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania T. I–T. V*, Wydawnictwo Naukowe Novum, Łódź 2000–2005; M. Michalski, *op. cit.*; L. Pawłowicz, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001; A. Rappaport, *op. cit.*; A. Szablewski (red.), *Strategie wzrostu wartości firmy*, Poltext, Warszawa 2000; A. Szablewski, R. Turniak (red.), *op. cit.*; E. Urbańczyk, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa: teoria i praktyka, T. 1 i T. 2*, Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2002.

$$MV = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t}$$

gdzie:

*MV* (ang. *Market Value*) – wartość rynkowa przedsiębiorstwa,

*FCF* – wolne przepływy pieniężne,

*WACC* – średnioważony koszt kapitału.

Wśród niewątpliwych zalet stosowania dochodowych metod szacowania wartości przedsiębiorstwa wymienić można takie argumenty, jak m.in.:

- a) wartość przedsiębiorstwa rozpatruje się z punktu widzenia wytwarzania i pomnażania wartości,
- b) wartość uwzględnia składniki niematerialne (reputacja itp.), które znajdują swój wymiar w dochodach,
- c) wartość jest powiązana z dochodami przedsiębiorstwa,
- d) wartość uwzględnia efektywność funkcjonowania przedsiębiorstwa,
- e) o wartości decyduje skala korzyści osiąganych przez właściciela itp.

Z kolei wśród najczęściej prezentowanych wad tych metod pojawiają się trudności w praktycznym zastosowaniu oraz mała użyteczność w warunkach znacznej niestabilności i niepewności.

### 3.3. Metody mieszane

Metody mieszane stanowią powiązanie metod bazujących na wycenie majątku oraz metod dochodowych. Bierze się w nich pod uwagę zarówno aktywa przedsiębiorstwa, jak i zdolność do generowania dochodów w przyszłości, a ponadto wykorzystuje się wartość reputacji jako wartość pozamajątkową. Najczęściej bazują na zasadzie średniej arytmetycznej ważonej, przy czym większe wagi nadawane są wycenie majątkowej lub dochodowej. Przy większej wadze dla wyceny dochodowej mówi się o wycenie dochodowo-majątkowej, w odwrotnym przypadku o wycenie majątkowo-dochodowej.

Wśród najbardziej znanych metod mieszanych wyróżnia się:

- metodę niemiecką (berlińską),
- metodę szwajcarską,
- metodę stuttgarcką,
- metodę anglosaską.

Metody te są oparte na szacowaniu wartości reputacji, tj. m.in. renowy, znaku firmowego, tradycji, historii, liczby klientów, sieci dystrybucji, jakości wyrobów, licencji, *know-how*, sprawności zarządzania, *image* kierownictwa, kwalifikacji itd. Wartość reputacji zgodnie z założeniami

metod mieszanych może przyczyniać się bardziej lub mniej do przewagi wartości dochodowej nad księgową.

Najprostszą i najczęściej stosowaną metodą mieszaną jest **metoda Schmalenbacha (berlińska, niemiecka)**. Zakłada bowiem, że wartość przedsiębiorstwa stanowi średnią arytmetyczną wartości uzyskanej przy pomocy określonej metody majątkowej i metody dochodowej<sup>94</sup>. Można to wyrazić za pomocą następującego wzoru:

$$Wp = \frac{D + M}{2}$$

gdzie:

$D$  – wartość przedsiębiorstwa oszacowana metodą dochodową,

$M$  – wartość przedsiębiorstwa oszacowana metodą majątkową.

Odmianą metody niemieckiej jest **metoda szwajcarska**, która stanowi udoskonaloną formę metody niemieckiej. Na pierwszy plan wysuwa ona zdolność przedsiębiorstwa do generowania dochodów oraz kładzie nacisk na silne elementy pozamajątkowe. Wyraża się wzorem<sup>95</sup>:

$$Wp = \frac{2 \times D + M}{3}$$

**Metoda stuttgarcka** z kolei opiera się na założeniu, iż wartość przedsiębiorstwa jest funkcją wartości majątkowej, dochodowej i stopy dyskontowej  $r$  (kosztu kapitału). Wyrazić ją można za pomocą następującego równania:

$$Wp = M + \frac{5r}{1 + 5r} (D - M)$$

Wartość reputacji stanowi w tym przypadku „nadwyżkę reputacyjną” wartości przedsiębiorstwa.

**Metoda anglosaska (bądź anglosaksońska)**, nazywana także metodą *UEC*<sup>96</sup>, oprócz czynników wymienionych w metodzie stuttgarckiej obejmuje dodatkowo długość okresu występowania ponadprzeciętnych zysków przedsiębiorstwa ( $n$ ), co można wyrazić za pomocą wzoru:

94 W. Szczęsny (red.), *op. cit.*, s. 274 i nast.

95 S. Nahotko, *op. cit.*, s. 247 i nast.

96 Nazwa pochodzi od komisji ekspertów Unii Europejskiej, którzy opisali założenia tej metody.

$$Wp = M + \left[ 1 - \frac{1}{(1+r)^n} \right] \times (D - M)$$

Stosując w praktyce metodę anglosaksońską, zakłada się, że okres naliczania wartości od reputacji nie powinien być krótszy niż 3, a dłuższy niż 8 lat<sup>97</sup>.

### 3.4. Metody porównawcze (rynkowe)

Rynkowe metody wyceny przedsiębiorstwa odchodzą od tradycyjnego podejścia do wartości majątkowej lub dochodowej. Zakładają, że najlepszym weryfikatorem wyceny przedsiębiorstwa jest rynek kapitałowy, który w pełni odzwierciedla relację między podmiotami funkcjonującymi na danym rynku.

Metody rynkowe polegają na wykorzystaniu do wyceny przedsiębiorstwa pewnych relacji ekonomicznych (wskaźników, mnożników), ukształtowanych na rynku kapitałowym, które określają charakter efektywności przedsiębiorstw. Wartość przedsiębiorstwa określa się zatem pośrednio jako porównanie wycenianego przedsiębiorstwa z podobnymi podmiotami na rynku, stąd określenie tej metody jako porównawczej. Celem wyceny rynkowej jest porównanie podobnych aktywów przedsiębiorstwa do aktywów jednostki wycenianych na podstawie cen rynkowych.

Wśród metod porównawczych (rynkowych) można wyróżnić generalnie dwie metody:

- **metodę transakcji porównywalnych,**
- **metodę mnożnikową.**

Wedle pierwszej z nich, wartość przedsiębiorstwa oceniana jest na podstawie wcześniej sfinalizowanej transakcji kupna-sprzedaży podobnego przedsiębiorstwa. Stosunkowo trudno jest jednak znaleźć przedsiębiorstwa o podobnej charakterystyce biznesu, ryzyka, wzrostu, danych bilansowych itd.

Z kolei, stosując drugą metodę – mnożnikową, wartość przedsiębiorstwa szacowana jest jako iloczyn dwóch wielkości: określonego parametru ekonomicznego i odpowiedniego mnożnika rynkowego, co można zapisać za pomocą następującego równania:

$$Wp = m \times B$$

gdzie:

$m$  – wartość mnożnika (multiplikatora, wskaźnika) będącego podstawą wyceny,  
 $B$  – parametr ekonomiczny, będący podstawą (bazą) mnożnika.

<sup>97</sup> S. Nahotko, *op. cit.*, s. 249.

W praktyce najczęściej wykorzystywane są następujące rodzaje mnożników<sup>98</sup>:

- **mnożniki *Enterprise Value***, służące ustaleniu wartości rynkowej całego przedsiębiorstwa,
- **mnożniki *Equity Value***, służące ustaleniu wartości rynkowej kapitału własnego przedsiębiorstwa,
- **mnożniki sektorowe**, stosowane tylko dla jednego, wybranego sektora gospodarki,
- **mnożniki transakcyjne**, nawiązujące do metody transakcji porównywalnych, czyli danych o ostatnio przeprowadzonych transakcjach kupna-sprzedaży.

Najbardziej rozpowszechnionymi mnożnikami są mnożniki *Enterprise Value* oraz mnożniki *Equity Value*. Wartość tych pierwszych jest uzależniona od poziomu zadłużenia przedsiębiorstwa, gdyż określa się ją jako sumę wartości rynkowej kapitału własnego oraz wartości rynkowej zadłużenia netto:

$EV = \text{rynkowa wartość kapitału własnego} + \text{rynkowa wartość długu netto}$

Podstawowymi mnożnikami *Enterprise Value* są<sup>99</sup>:

- a) relacja wartości do przychodów –  $EV/Sales$  (*Enterprise Value/Sales*),
- b) relacja wartości do zysku przed spłatą odsetek, podatkami i amortyzacją –  $EV/EBITDA$  (*Enterprise Value/EBITDA*),
- c) relacja wartości do zysku operacyjnego –  $EV/EBIT$  (*Enterprise Value/EBIT*).

Mnożniki typu *Equity Value* prowadzą do bezpośredniego ustalenia wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa, czyli tej, która należy do właścicieli (akcjonariuszy). Jest to rynkowa wartość kapitałów własnych czy też aktywów netto. Podstawowymi mnożnikami tego rodzaju są:

- cena do zysku –  $P/E$  (*Price/Earnings Ratio*),
- cena do wartości księgowej –  $P/BV$  (*Price/Book Value*),
- cena do sprzedaży –  $P/S$  (*Price/Sales*),
- cena do przepływów pieniężnych –  $P/CF$  (*Price/Cash Flow*),
- dywidenda do ceny –  $D/P$  (*Dividend/Price*),
- dywidenda do sprzedaży –  $D/S$  (*Dividend/Sales*).

Najpopularniejszym wskaźnikiem używanym do wyceny przedsiębiorstwa i ukazującym możliwości generowania zysku jest relacja **ceny do zysku** ( $C/Z$ ). Wielkość ta pokazuje, ile złotych płaci się za każdą jedną złotówkę zysku netto. Powstaje przez podzielenie bieżącej kapitalizacji rynkowej spółki przez zysk netto:

98 A. Szablewski, R. Tuzimek, *op. cit.*, s. 200 i nast.

99 M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Metody wyceny spółki – perspektywa klienta i inwestora*, Poltext, Warszawa 2006.

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{wartość kapitalizacji spółki}}{\text{zysk netto}}$$

Na jego wysokość wpływa m.in.:

- a) prognoza dynamiki zysku na akcję,
- b) bezpieczeństwo i stabilność zysków,
- c) dźwignia operacyjna i finansowa,
- d) stopy procentowe,
- e) premia za ryzyko całego rynku,
- f) relacje inwestorskie.

**Wartość wskaźnika  $P/E$  dla spółek giełdowych podawana jest do publicznej wiadomości i podlega natychmiastowej ocenie przez inwestorów, głównie dzięki łatwości w interpretacji. Oprócz zalet wykorzystania tego mnożnika, można wskazać także na jego wady (zob. tab. 7).**

Nie ma jednoznacznej teorii, która pomogłaby wyjaśnić, jaką miarę odniesienia przyjmując do skalowania cen rynkowych<sup>100</sup>. Parametrami ekonomicznymi, będącymi podstawą (bazą) mnożnika, są zwykle:

- a) zysk netto,
- b) zysk operacyjny,
- c) wartość przychodów ze sprzedaży,
- d) wartość księgową,
- e) wartość przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy,
- f) wartość dywidendy<sup>101</sup>.

**Tabela 7.** Zalety i wady wskaźnika  $P/E$

Zalety	Wady
<ul style="list-style-type: none"> <li>• metoda łatwa do wytłumaczenia i interpretacji</li> <li>• łatwość wyliczenia z powodu dostępności danych</li> <li>• wartość potencjalnie należąca akcjonariuszowi</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• na jego wartość ma wpływ stopień dźwigni finansowej, bo jest obliczany dla zysku netto, czyli po spłacie odsetek</li> <li>• można obliczyć tylko dla przedsiębiorstw generujących zyski netto</li> <li>• zyski netto mogą się różnić z powodu przepisów księgowych, systemów podatkowych czy innych</li> </ul>

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie: M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*, Poltext, Warszawa 2011, s. 386; A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2004, s. 202.

100 W. Kąkol, *Zalety i wady stosowania metod mnożnikowych w procesie wyceny przedsiębiorstw*, [w:] W. Pluta (red.), *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, nr 1042, Wrocław 2004, s. 320.

101 R. Tuzimek, *Metody porównań rynkowych*, [w:] L. Szyszko (red.), *Finanse przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2003, s. 426.

Mimo iż metody mnożnikowe uznawane są za najczęściej stosowane i najprostsze<sup>102</sup>, głównym problemem ich stosowania staje się dobór porównywalnych przedsiębiorstw o podobnej strukturze przychodów, kosztów i aktywów, a także o podobnej strukturze kapitałowej. Warunkiem uznania określonego przedsiębiorstwa za porównywalne z podmiotem wycenianym jest ich wzajemne podobieństwo z punktu widzenia takich kryteriów, jak:

- rodzaj i skala prowadzonej działalności,
- rodzaj i cechy rynku, na którym przedsiębiorstwa funkcjonują i do których mają dostęp,
- poziom nowoczesności środków trwałych oraz charakter realizowanych procesów technologicznych oraz
- ogólna sytuacja ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa.

Dodatkową kwestią, jaką należy uwzględnić przy wycenie metodami porównawczymi, jest problem z określeniem czasu przyjmowanego do obliczeń wielkości mnożnika oraz zmiennej będącej bazą porównań<sup>103</sup>. Nie należy również porównywać polskich spółek do tych z rozwiniętych rynków Europy czy Stanów Zjednoczonych. Wynika to z różnic w czynnikach mających wpływ na wartość współczynników, tj.: stopy procentowe, premia za ryzyko, różne cykle życia itd.

## 4. Problemy

Po zapoznaniu się z materiałem tej części, odpowiedz na najważniejsze kwestie zawarte w poszczególnych punktach.

- 1) Omów najważniejsze nośniki wartości przedsiębiorstwa.
- 2) Scharakteryzuj założenia modelu Gordona.
- 3) Omów model wyceny aktywów kapitałowych – *CAPM*.
- 4) Scharakteryzuj wolne przepływy pieniężne.
- 5) Przedstaw metody ustalania wolnych przepływów pieniężnych dla przedsiębiorstwa i dla właścicieli.
- 6) Przedstaw założenia księgowej, odtworzeniowej i likwidacyjnej metody wyceny przedsiębiorstwa.
- 7) Scharakteryzuj dochodowe metody wyceny przedsiębiorstwa.
- 8) Przedstaw istotę mieszanych metod wyceny przedsiębiorstwa.

---

102 J.R. English, *Applied Equity Analysis*, McGraw-Hill, New York 2001, s. 289.

103 A. Jaki, *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wolters Kluwer, Kraków 2008, s. 93.

- 9) Scharakteryzuj porównawcze metody wyceny przedsiębiorstwa.
- 10) Przedstaw mnożniki wykorzystywane w rynkowych metodach wyceny przedsiębiorstwa.

## 5. Pytania testowe

Po zapoznaniu się z materiałem tej części określ prawdziwość poniższych stwierdzeń.

- 1) Wartość ekonomiczna przedsiębiorstwa utożsamiana jest ze zdolnością aktywów do dostarczania ich posiadaczowi strumienia wolnych przepływów pieniężnych.
- 2) Wśród funkcji wyceny przedsiębiorstwa można wskazać na funkcje pośredniczące (mediacyjne).
- 3) Koszt kapitału przy danej inwestycji utożsamiany jest z kosztem utraconych możliwości.
- 4) Stopa dywidendy to relacja ceny rynkowej akcji do wartości dywidendy płaconej od jednej akcji.
- 5) Premia za ryzyko oznacza różnicę pomiędzy oczekiwanym zwrotem z rynku akcji a stopą zwrotu z lokat wolnych od ryzyka.
- 6) Współczynnik  $\beta$  (*beta*) jest miarą ryzyka systematycznego.
- 7) Koszt kredytu jest zwykle większy od kosztu obligacji.
- 8) Średnioważony koszt kapitału ustala się jako średnią kosztów poszczególnych jego składników, ważoną ich udziałem w kapitale całkowitym.
- 9) Wolne przepływy pieniężne są strumieniami gotówki generowanej przez działalność operacyjną.
- 10) Wolne przepływy pieniężne dla kapitału są dyskontowane średnioważonym kosztem kapitału po opodatkowaniu.
- 11) Wartość księgowa jest rozumiana jako suma aktywów brutto przedsiębiorstwa.
- 12) Metody mieszane oparte są na wartości netto i reputacji.
- 13) Metoda niemiecka opiera się na założeniu, iż wartość przedsiębiorstwa jest funkcją wartości majątkowej, dochodowej i kosztu kapitału.
- 14) Metody rynkowe polegają na wykorzystaniu do wyceny przedsiębiorstwa pewnych relacji ekonomicznych (wskaźników, mnożników).
- 15) Relacja wartości do zysku operacyjnego stanowi mnożnik typu *Enterprise Value*.

## 6. Zadania do samodzielnego rozwiązania

Po zapoznaniu się z materiałem tej części wykonaj poniższe zadania.

### Zadanie 1.

Poniżej przedstawiono wybrane kategorie bilansu oraz rachunku zysków i strat spółki ABC.

Wybrane kategorie bilansu spółki ABC (dane w tys. zł):

Kategorie	31.12.2010	31.12.2011
Aktywa	7700	7898
Aktywa trwałe	5390	5439
Aktywa obrotowe	2310	2459
Pasywa	7700	7898
Kapitał własny	4480	4913
Kapitał obcy oprocentowany	3020	2685
Kapitał obcy nieoprocentowany	200	300

Wybrane kategorie rachunku zysków i strat spółki ABC (dane w tys. zł):

Kategorie	31.12.2011
Przychody ze sprzedaży	10253
Koszt własny sprzedaży	7690
Zysk ze sprzedaży	
Koszty operacyjne (w tym amortyzacja)	1533 200
Zysk operacyjny	
Przychody finansowe	15
Koszty finansowe (w tym odsetki)	120 88
Zysk brutto	
Podatek (T = 19%)	
Zysk netto	

Uzupełniając brakujące dane, dokonaj szacunku wolnych przepływów pieniężnych:

- 1) dla przedsiębiorstwa, począwszy od *EBITDA*,
- 2) dla przedsiębiorstwa, począwszy od *EBIT*, przy założeniu, że podatek dochodowy liczony jest od *EBITDA*,
- 3) dla przedsiębiorstwa, począwszy od *EBIT*, przy założeniu, że podatek dochodowy liczony jest od *EBIT*,
- 4) dla przedsiębiorstwa, począwszy od *EAT*,
- 5) dla właścicieli, w oparciu o wolne przepływy dla przedsiębiorstwa.

### Zadanie 2.

Oszacuj efektywną stopę zwrotu wyznaczoną dla okresu pozostającego do wykupu obligacji przez emitenta w sytuacji, gdy rozważamy obligację z dwuletnim terminem wykupu, o wartości nominalnej 100 zł, przy oprocentowaniu stałym 10% i cenie 90 zł, która daje obligatariuszowi odsetki każdego roku. Stopa podatku dochodowego wynosi 19%.

### Zadanie 3.

Wyznacz koszt kapitału obcego spółki ABC, jaki zamierza ona zgromadzić, dokonując emisji obligacji 2-letnich o nominale 1000 zł przy oprocentowaniu w wysokości 10% rocznie, gdy cena emisyjna obligacji wynosi 950 zł, zaś koszty jej emisji stanowią 10% ceny emisyjnej. Stopa podatku dochodowego wynosi 19%.

### Zadanie 4.

Spółka ABC zamierza pozyskać kapitał własny, emitując akcje uprzywilejowane, gdy cena emisyjna jednej akcji wynosi 100 zł, jej wartość nominalna wynosi 90 zł, dywidendy mają być płacone w wysokości 10% wartości nominalnej akcji, zaś koszty wprowadzenia akcji do obrotu wynoszą 3% ceny emisyjnej jednej akcji. O ile będzie wyższy koszt pozyskania kapitału w formie nowej emisji od obecnego kosztu kapitału uprzywilejowanego?

### Zadanie 5.

Znane są następujące wielkości dotyczące akcji zwykłych spółki ABC:

- a) dywidenda spodziewana na koniec roku = 40 zł,
- b) spodziewana stopa wzrostu dywidendy = 5%.

Ile wynosi cena akcji zwykłej, skoro spółka ABC wyceniła koszt zwykłego kapitału akcyjnego jako stopę zwrotu na poziomie 25%?

### Zadanie 6.

Ile wyniesie koszt kapitału własnego z emisji akcji zwykłych spółki ABC, jeżeli wypłacona w pierwszym roku dywidenda to 20 zł na akcję, a w roku

drugim 21 zł na akcję (spółka ABC realizuje politykę stałego wzrostu dywidendy), przy założeniu, że cena emisyjna akcji ustalona została na poziomie 110 zł, a koszt emisji nowych akcji to 5 zł na jedną akcję?

### Zadanie 7.

Oblicz koszt kapitału własnego spółki ABC, dysponując następującymi informacjami:

- a) ostatnio wypłacona dywidenda na jedną akcję zwykłą była równa 3 zł,
- b) aktualna wartość rynkowa jednej akcji wynosi 15 zł,
- c) spółka generuje stopę zwrotu z kapitałów własnych (*roe*) na poziomie 8% średnio rocznie,
- d) wypłacona dywidenda stanowiła 25% zysku netto osiągniętego przez spółkę,
- e) stopa rocznej inflacji wynosiła 4%.

### Zadanie 8.

Spółka ABC notowana jest na giełdzie. Stopa oprocentowania obligacji rządowych wynosi 10%, a stopa zwrotu na rynku giełdowym 16%. Z dotychczasowych obserwacji wskaźnika beta dla spółki ABC wynika, że zmiana giełdowego wskaźnika zwrotu o 1 punkt procentowy spowoduje zmianę zwrotu dla danej spółki o 0,65 punktu procentowego. Ile wyniesie koszt kapitału własnego?

### Zadanie 9.

Korzystając ze stopy oprocentowania obligacji skarbowych na poziomie 10%, analityk spółki ABC notowanej na giełdzie wycenił koszt zwykłego kapitału akcyjnego na poziomie 26%, przy założeniu przeciętnej stopy zwrotu z akcji na poziomie 30%. O ile punktów procentowych zmienia się zatem stopa zwrotu dla akcji danej spółki w porównaniu z rynkiem, przy założeniu, że giełdowy wskaźnik zwrotu na rynku zmienia się o 1 punkt procentowy?

### Zadanie 10.

Spółka ABC finansuje swoją działalność zarówno kapitałem własnym, jak i kredytami bankowymi. Kredyty spółki są oprocentowane w banku średnią stopą równą 10%. Stopa oprocentowania obligacji rządowych wynosi również 10%, zaś przeciętna stopa zwrotu z akcji spółek o tym samym ryzyku szacowana jest na 20% rocznie. Z obserwacji giełdowych wynika, że współczynnik beta dla danej spółki oszacowany został na poziomie 1,2. Z kolei stopa podatkowa wynosi 19%. Aktualna struktura kapitałowa spółki wskazuje, że relacja długu do kapitału własnego równa się 4.

W nowym roku spółka planuje spłatę znacznej części swojego zadłużenia tak, że wskaźnik struktury kapitałowej obniży się do poziomu 0,25. Na podstawie tych danych oblicz, o ile wzrośnie średnioważony koszt kapitału dla tej spółki po spłacie części zadłużenia.

# Zakończenie

Analiza fundamentalna przedsiębiorstwa jest procesem, który bazuje na systematycznej ocenie szeregu istotnych informacji, przechodzących od danych ogólnogospodarczych do szczegółów dotyczących bezpośrednio danego podmiotu, często przy wykorzystaniu różnego rodzaju wskaźników finansowych. Wieloetapowość analizy fundamentalnej, jak również wielość czynników fundamentalnych decydujących o sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa oraz możliwościach jego rozwoju, stwarzają podstawę podjęcia szerokich i zarazem interdyscyplinarnych rozważań nad istotą, celami, funkcjami, zakresem czy warunkami prawidłowego i skutecznego wykorzystywania tego rodzaju analizy w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Inwestorzy dokonujący alokacji kapitału w przedsiębiorstwo winni bowiem nie tylko być wyposażeni w wiedzę o rynku kapitałowym i mechanizmach nim rządzących, ale także pozyskiwać szereg informacji o spółce i umiejętnie je wykorzystywać w celu generowania jak najwyższej stopy zwrotu z inwestycji.

Nie budzi wątpliwości fakt, iż analiza kondycji finansowej przedsiębiorstwa, stanowiąca ocenę całokształtu działalności gospodarczej spółki, jest ważnym etapem analizy fundamentalnej oraz jedną z kluczowych determinant decyzji inwestycyjnych podejmowanych przez dotychczasowych i potencjalnych inwestorów. Analiza finansowa, przeprowadzana najczęściej za pomocą analizy wskaźnikowej, ma charakter kompleksowego badania rezultatów osiągniętych przez przedsiębiorstwo w różnych obszarach jego działalności. Standardowy zestaw mierników dotyczy w głównej mierze analizy majątku i jego źródeł finansowania oraz wyników finansowych pod kątem oceny sprawności i efektywności działania danej jednostki.

Za zasadniczą przesłankę przydatności analizy fundamentalnej w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych należy uznać proces wyceny danego przedsiębiorstwa, stanowiący niejako ukoronowanie analizy fundamentalnej. Wielość metod wyceny jednostki (majątkowych, dochodowych,

mieszanych, porównawczych oraz rynkowych) umożliwia z jednej strony wybór odpowiedniego wariantu, z drugiej zaś różnicuje oszacowaną wartość, w zależności od przyjętej metody. Każda z metod wyceny przedsiębiorstwa cechuje się szeregiem zalet i wad. Jednakże celem prawidłowej wyceny, ujmowanej jako proces poszukiwania wewnętrznej wartości akcji danej spółki, winno być bazowanie na identyfikacji i analizie zestawu czynników, które w istotny sposób przyczynić się mogą do zmian oczekiwanej stopy zwrotu dla inwestorów. Głównym kryterium alokacji kapitału przez obecnych i potencjalnych inwestorów jest bowiem oczekiwana stopa zwrotu z danej inwestycji, przy akceptowalnym poziomie ryzyka.

Podstawą wykorzystywania analizy fundamentalnej jako narzędzia wspomagającego podejmowanie decyzji inwestycyjnych jest wnikliwa analiza nie tylko makro-, ale przede wszystkim mikroekonomiczna, w wyniku której następuje identyfikacja tych przedsiębiorstw, które charakteryzują się ponadprzeciętnym potencjałem wzrostu, mierzonym jako odchylenie wartości fundamentalnej (wewnętrznej) akcji od jej wartości rynkowej. Tego rodzaju technika badania rynku kapitałowego, w oparciu o dane fundamentalne pochodzące ze spółki i rynku, dedykowana jest głównie inwestorom średnio- i długoterminowym. W krótkim okresie rynek nie zawsze potrafi zweryfikować rzeczywistą wartość spółki, która może znacząco odbiegać od wartości rynkowej. Na podstawie informacji płynących z analizy fundamentalnej inwestor jest w stanie nie tylko ocenić przeszłość i teraźniejszość, lecz także przygotować odpowiednie scenariusze przyszłości. Opierając się bowiem na danych historycznych, przykładowo historycznych raportach okresowych, analiza fundamentalna umożliwia zarówno ustalenie obecnej wartości akcji, jak również jej przyszłych perspektyw. Szczególną wagę przypisać należy analizie jakościowej, czyli ocenie niematerialnych i trudnych do pomiaru aspektów. Pominięcie bowiem danych jakościowych może skutkować błędnym oszacowaniem wartości spółki, szczególnie w gałęzi, w której przykładowo kapitał intelektualny, wartość marki czy jakość zarządzania determinują w dużej mierze działalność przedsiębiorstwa oraz jego wyniki finansowe.

Podkreślić należy, iż analiza fundamentalna, jak każda z technik badania rynku kapitałowego, nie jest metodą idealną. Na rynku akcji analiza fundamentalna opiera się głównie o analizę wskaźników i wycen, które są szacowane w oparciu o sprawozdania finansowe generowane przez przedsiębiorstwa. Powszechnie wiadomym jest fakt, iż spółki będą starały się pokazać jak najlepsze wyniki finansowe, zaś akcjonariusz będzie doszukiwał się manipulacji księgowych. Krytycy analizy fundamentalnej dotyczą jednakże głównego problemu uwzględniania bardzo dużej licz-

by różnego rodzaju czynników oraz względnie statycznego charakteru owej analizy. Czynione bowiem założenie o utrzymywaniu się obecnych tendencji ujawnianych w sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstw nie tylko utrudnia proces prognozowania, ale również wydaje się być nie zawsze zgodne z rzeczywistym życiem gospodarczym. Analizę fundamentalną należy zatem traktować jako zestaw pomocnych narzędzi do szacowania wartości fundamentalnej (wewnętrznej) akcji, który może wspierać inne metody analizy, w tym dość powszechnie znaną i stosowaną analizę techniczną, czyli analizę wykresów.



# Bibliografia

- Ambroziak M., *Analiza sprawozdań finansowych*, T. 1, C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Baltazar A., Czarnecki P., Majnusz M., *Potrzeby użytkowników informacji finansowych*, [w:] S. Sojak, P. Kozak (red.), *Rachunkowość przedsiębiorstw wobec wyzwań współczesnej gospodarki*, Uniwersytet Mikołaja Kopernika, Toruń 2006.
- Bednarski L., *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 1999.
- Bednarski L., Borowiecki R., Duraj J., Kurtys E., Waśniewski T., Wersty B., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2001.
- Bednarski L., Waśniewski T. (red.), *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1996.
- Bek-Gaik B., *Sprawozdanie z całkowitych dochodów jako nowy element sprawozdania finansowego – wybrane aspekty teoretyczne i praktyczne*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników przedsiębiorstw i ocena efektywności inwestycji*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 760, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 59, Szczecin 2013.
- Bembenik S., *Arbitraż na obligacjach zamienionych. Analiza strategii na przykładzie emisji spółki TUI AG*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, nr 79, Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2007.
- Benninga S.Z., Sarig O.H., *Finanse przedsiębiorstwa: Metody wyceny*, WIG Press, Warszawa 2000.
- Bertoneche M., Knight R., *Financial Performance*, Butterworth-Heinemann, 2001.
- Bień W., *Czytanie bilansu przedsiębiorstwa (dla menedżerów)*, Difin, Warszawa 2010.
- Black F., Scholes M., *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, „Journal of Political Economy” 1973, no 81.
- Bodie Z., Kane A., Marcus A.J., *Investments*, Homewood, Boston 1989.
- Borowiecki R., *Analiza i diagnostyka w zarządzaniu procesem zmian w przedsiębiorstwie*, [w:] R. Borowiecki, A. Jaki (red.), *Współczesne problemy analizy ekonomicznej*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2010.
- Borowiecki R. (red.), *Wycena przedsiębiorstw: metody, procedury, przykłady*, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, TNOiK, Warszawa 1993.
- Bragg S.M., *Business Ratios and Formulas: A Comprehensive Guide*, Wiley Corporate F&A, 2010.
- Brigham E.F., *Fundamentals of Financial Management*, The Dryden Press, 5th edition, 1995.
- Brigham E.F., Gapenski L., *Financial Management. Theory and Practice*, The Dryden Press, Chicago 1994.
- Brigham E.F., Houston J.F., *Podstawy zarządzania organizacjami*, PWE, Warszawa 2005.
- Buchner R., *Grundzüge der Finanzanalyse*, Oldenbourg Verlag, München 1981.
- Buk H., *Nowoczesne zarządzanie finansami. Planowanie i kontrola*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2006.
- Buk H. (red.), *Sprawozdawczość i analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2005.
- Buk H., *Wpływ alternatywnego bilansowego ujęcia aktywów finansowych na ocenę płynności finansowej*, [w:] J. Duraj (red.), *Problemy współczesnej analizy ekonomicznej*

- przedsiębiorstwa, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007.
- Buk H., *Zróznicowana informacja o dochodach spółki w zależności od stosowanych standardów sprawozdawczości finansowej*, [w:] J. Duraj (red.), *Instrumenty kształtowania dochodowości i rentowności przedsiębiorstwa*, „Acta Universitatis Lodziensis”, Folia Oeconomica 2013, nr 278, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013.
- Burzykowska M., Duraj J., *Controllingowy wymiar oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009.
- Copeland T., Koller T., Murrin J., *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiles & Sons, New York 2000.
- Cox J.C., Ross S.A., Rubinstein M., *Option Pricing: A Simplified Approach*, „Journal of Financial Economics” 1979, no 7 (3).
- Cwynar A., *Analiza porównawcza wybranych mierników zysku rezydualnego*, WSiLiZ, Rzeszów 2010.
- Cwynar A., Cwynar W., *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje – systemy – narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002.
- Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2013.
- Czekała M., *Analiza fundamentalna i techniczna*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław 1997.
- Czerny J., *Rachunkowość przedsiębiorstw w szczególnych sytuacjach*, Wyższa Szkoła Handlu i Rachunkowości w Poznaniu, Poznań 2006.
- Czubakowska K., *Rachunkowość według prawa bilansowego*, C.H. Beck, Warszawa 2009.
- Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2007.
- Damodaran A., *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Wiley & Sons, Hoboken 2002.
- Davies E.W., Pointon J., *Finanse i firma*, PWE, Warszawa 1997.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Dębski W., *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2013.
- Drążek Z., Niemczynowicz B., *Zarządzanie strategiczne przedsiębiorstwem*, PWE, Warszawa 2003.
- Dreliszek E., Kania D., *Bilans. Prezentacja pozycji bilansowych, wycena składników aktywów i pasywów, ujęcie bilansowe i podatkowe, przykłady liczbowe*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 2007.
- Dreliszek E., Kania D., *Informacja dodatkowa*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 2009.
- Dudycz T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.
- Dudycz T., Skoczylas W., *Sektorowe wskaźniki finansowe*, „Rachunkowość” 2009, nr 5.
- Dudycz T., Skoczylas W., *Sektorowe wskaźniki finansowe za rok 2009 i ich porównywalności*, „Rachunkowość” 2011, nr 4.
- Dudycz T., Wrzosek S., *Analiza finansowa. Problemy metodyczne w ujęciu praktycznym*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2000.
- Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2001.
- Duraj A.N., *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Duraj A.N., *Koszt kapitału jako kryterium oceny efektywności projektów gospodarczych*, [w:] J. Duraj (red.), *Metody oceny projektów gospodarczych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006.
- Duraj J., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 1993.
- Duraj J., *Niektóre implikacje zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania, T. III*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź–Płock 2002.
- Duraj J., *Podstawy ekonomiki przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2004.
- Duraj J., *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1996.
- Duraj J. (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania, T. I–T. V.*, Wydawnictwo Naukowe Novum, Łódź 2000–2005.

- Dyduch A., Sierpińska M., Wilimowska Z., *Finanse i rachunkowość*, PWE, Warszawa 2013.
- Dziwago D., *Credit-rating*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- English J.R., *Applied Equity Analysis*, McGraw-Hill, New York 2001.
- Firla A., *Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi*, Wydawnictwo SGH, Warszawa 2008.
- Flanagan B., *Managing working capital*, Business Credit New York, September 2005.
- Fridson M.S., Alvarez F., *Financial Statement Analysis: A Practitioner's Guide*, 4th edition, Wiley 2011.
- Gabruszewicz W., *Podstawy analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2005.
- Gabruszewicz W., *Sprawozdawczość finansowa*, Wyższa Szkoła Handlu i Rachunkowości, Poznań 2005.
- Gabruszewicz W., Kołaczyk Z. (red.), *Rachunkowość finansowa. Część II zaawansowana*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2006.
- Gabruszewicz W., Kołaczyk Z., *Bilans. Wartość poznawcza i analityczna*, Difin, Warszawa 2005.
- Gabruszewicz W., Remlein M., *Sprawozdanie finansowe przedsiębiorstwa jednostkowe i skonsolidowane*, PWE, Warszawa 2011.
- Gabruszewicz W., Samelak J. (red.), *Rachunkowość finansowa. Obszary problemowe*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2008.
- Gajdka J., Walińska E., *Zarządzanie finansowe: teoria i praktyka*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2000.
- Gierszewska G., *Zarządzanie strategiczne*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania, Warszawa 2000.
- Gierszewska G., Romanowska M., *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2009.
- Analiza finansowa w teorii i praktyce*, Difin, Warszawa 2009.
- Gołębiowski T., *Zarządzanie strategiczne. Planowanie i kontrola*, Difin, Warszawa 2001.
- Gordon J.M., *The Investment, Financing and Valuation of the Corporation*, Homewood, Irwin 1962.
- Grabowska M., *Zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa 2012.
- Hall M., Tideman N., *Measures of Concentration*, „American Statistical Association Journal” 1967, no 62.
- Hamrol M., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Ujęcie sytuacyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2010.
- Hamrol M., *Zysk na akcję jako determinanta cen na GPW w Warszawie*, [w:] S. Wrzosek (red.), *Współczesne problemy analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2008.
- Hejnar J., Micherda B., *Kapitały własne, aktywa pieniężne i rozrachunki według polskiego prawa bilansowego*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2011.
- Hill Ch.W., Jones G.R., *Strategic Management Theory. An Integrated Approach*, Houghton Mifflin Co., Boston 1989.
- Houlden B.T. (red.), *Z praktyki badań operacyjnych*, PWE, Warszawa 1964.
- Huff A.S., Floyd S.W., Sherman H.D., Terjesen S., *Zarządzanie strategiczne. Podejście zasobowe*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2011.
- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
- Jaki A., *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wolters Kluwer, Kraków 2008.
- Jakubowski J., *Modelowanie rynków finansowych*, Wydawnictwo Script, Warszawa 2006.
- Jaruga A., Turzyński M., *Środki trwałe oraz wartości niematerialne i prawne w prawie bilansowym i podatkowym*, Difin, Warszawa 2004.
- Jaworski T., *Wartość wewnętrzna akcji a jej cena na rynku kapitałowym. Teoria impulsu*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań, 1999.
- Jerzemska M., *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2004.
- Juja T. (red.), *Analiza finansowa i opodatkowanie przedsiębiorstw. Studium przypadków*, Wydawnictwo Forum Naukowe, Poznań 2007.

- Kachniewski M., Majewski B., Wasilewski P., *Rynek kapitałowy i giełda papierów wartościowych*, Fundacja Edukacji i Rynku Kapitałowego, Fundacja Promocji i Akredytacji Kierunków Ekonomicznych, Warszawa 2008.
- Kaczmarek M., *Polityka bilansowa jako narzędzie rachunkowości*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2008.
- Kalwasińska E., Maciejowska D., *Rachunkowość finansowa w teorii i praktyce według polskiego prawa bilansowego*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2011.
- Kamela-Sowińska A., *Rachunkowość zaawansowana część I, II, III*, Wyższa Szkoła Handlu i Rachunkowości, Poznań 2010.
- Kamela-Sowińska A., *Wycena przedsiębiorstw i ich mienia*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Handlu i Rachunkowości, Poznań 2006.
- Kąkol W., *Zalety i wady stosowania metod mnożnikowych w procesie wyceny przedsiębiorstw*, [w:] W. Pluta (red.), *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu”, nr 1042, Wrocław 2004.
- Kosiń P., *Wycena niektórych inwestycji długoterminowych w procesie zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, [w:] E. Urbańczyk, Aleksandra Gąsior, Edyta Mioduchowska-Jaroszewicz, Mirela Romanowska (red.), *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 55, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2012.
- Kotowska B., Uziębło A., Wyszowska-Kaniewska O., *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie – przykłady, zadania i rozwiązania*, CeDeWu, Gdańsk 2013.
- Kowalak R., *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2003.
- Kowalik M., *Poziom kapitału obrotowego netto a zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto w przemyśle chemicznym w latach 1998–2004*, [w:] J. Duraj (red.), *Problemy współczesnej analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007.
- Kowerski M., *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Wydawnictwo Konsorcjum Akademickie, Kraków–Rzeszów–Zamość 2011.
- Kotler Ph., *Marketing*, Dom Wydawniczy Rebis, Poznań 2005.
- Kożuch A., Marcysiak A., Piechowicz B., *Podstawy rachunkowości. Część II*, WSiP, Warszawa 1999.
- Krajewski M., *Znaczenie kapitału pracującego w procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa*, [w:] E. Urbańczyk (red.), *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2006.
- Krzemińska D., *Finanse przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 2000.
- Krzywda M., *Akcje i analiza fundamentalna w praktyce*, Wydawnictwo Złote Myśli, Gliwice 2010.
- Kufel M., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Park, Bielsko-Biała 1992.
- Kurtys E., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa w przykładach i zadaniach*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2002.
- Kwit J., *Analiza fundamentalna i techniczna spółki publicznej*, [w:] M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Dylematy wyceny przedsiębiorstwa*, Poltext, Warszawa 2013.
- Lintner J., *Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes*, „The American Economic Review” 1956, no 46 (2).
- Lintner J., *Security Prices, Risk and Maximal Gain From Diversification*, „The Journal of Finance” 1965, no 4.
- Lisiński M., *Metody planowania strategicznego*, PWE, Warszawa 2004.
- Machała R., *Zarządzanie finansami i wycena firmy*, Unimex, Wrocław 2008.
- Makoujy R., *How to Read a Balance Sheet: The Bottom Line on What You Need to Know about Cash Flow, Assets, Debt, Equity, Profit...and How It all Comes Together*, 1st edition, McGraw-Hill 2010.
- Malinowska U., *Analiza fundamentalna przedsiębiorstwa*, [w:] M. Panfil i A. Szablewski (red.), *Wycena wartości przedsiębiorstw*.

- Od teorii do praktyki, Poltext, Warszawa 2011.
- Marcinkowska M., *Ocena działalności instytucji finansowych*, Difin, Warszawa 2007.
- Meitner M., *The Market Approach to Comparable Company Valuation*, Physica Verlag, Springer Company, Heidelberg 2006.
- Messner Z., Pfaff J., *Rachunkowość finansowa, część I. Podstawy rachunkowości*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2007.
- Michalski G., *Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- Michalski G., *Strategiczne zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, CeDeWu, Warszawa 2010.
- Michalski M., *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG-Press, Warszawa 2001.
- Międzynarodowy Standard Rachunkowości nr 1 „Prezentacja sprawozdań finansowych”, [w:] *Rozporządzenie Komisji (WE) nr 1274/2008 z dnia 17 grudnia 2008 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1126/2008 przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do Międzynarodowego Standardu Rachunkowości (MSR) nr 1*, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej L 339/3 z dnia 18 grudnia 2008 r.
- Mossin J., *Equilibrium in a Capital Asset Market*, „Econometrica” 1966, no 34.
- Moszkowicz M., *Luki strategiczne – statyczna i dynamiczna*, „Przegląd Organizacji” 1999, nr 9.
- Mulford C.W., Comiskey E.E., *Creative Cash Flow Reporting: Uncovering Sustainable Financial Performance*, 1st edition, Wiley 2005.
- Nahotko S., *Współczesne metody wyceny wartości przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Ośrodka Postępu Organizacyjnego, Bydgoszcz 1998.
- Nawrot R.A., *Amortyzacja podatkowa i bilansowa*, C.H. Beck, Warszawa 2009.
- Nowa Encyklopedia Powszechna PWN*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.
- Nowak E., *Analiza sprawozdań finansowych*, PWE, Warszawa 2008.
- Nowak E., *Rachunkowość – kurs podstawowy*, PWE, Warszawa 2002.
- Nowak M., *Wycena przedsiębiorstw*, Centrum Edukacji Ekspert, Warszawa 2010.
- Nowakowski M.K., Rzemieniak M.L., *Kryzys i przetrwanie w marketingu*, Difin, Warszawa 2003.
- Obłój K., *Strategia sukcesu firmy*, PWE, Warszawa 2000.
- Olchowicz I., *Podstawy rachunkowości*, Difin, Warszawa 2001.
- Olchowicz I., Tłaczala A., *Sprawozdanie finansowe według krajowych i międzynarodowych standardów*, Difin, Warszawa 2008.
- Olszewska B. (red.), *Zarządzanie strategiczne. Przedsiębiorstwo na progu XXI wieku*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2008.
- Ostaszewski J., Cicirko T., *Finanse spółki akcyjnej*, Difin, Warszawa 2005.
- Ostrowska E., *Rynek kapitałowy. Funkcjonowanie i metody oceny*, PWE, Warszawa 2007.
- Paczuła C., *Rachunkowość, finanse i bilanse w praktyce przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Prawnicze LexisNexis, Warszawa 2005.
- Panfil M., Szablewski A. (red.), *Metody wyceny spółki – perspektywa klienta i inwestora*, Poltext, Warszawa 2006.
- Patena W., *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna Grupa Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- Pawłowicz L., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Penc-Pietrzak I., *Planowanie strategiczne w nowoczesnej firmie*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2010.
- Pęksyk M., *Kalkulacja kosztu kapitału*, [w:] M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Wycena wartości przedsiębiorstw. Od teorii do praktyki*, Poltext, Warszawa 2011.
- Pfaff J., Messner Z. (red.), *Rachunkowość finansowa z uwzględnieniem MSSF*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2013.
- Pieloch A., *Determinanty wyboru metody wykupu akcji własnych na GPW w Warszawie SA*, [w:] J. Ostaszewski (red.), *Dylematy kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie*, Szkoła Główna Handlowa – Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2009.

- Pieloch A., *Dywidenda niepieniężna jako narzędzie restrukturyzacji kapitałowej i właścicielskiej przedsiębiorstwa*, [w:] R. Boro-wiecki, J. Chadam, J. Kaczmarek (red.), *Zachowania przedsiębiorstw w obliczu nowych wyzwań gospodarczych. Restrukturyzacja – Zarządzanie – Analiza*, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2013.
- Pieloch A., *Motywy i efekty wykupu akcji własnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012.
- Pieloch-Babiarz A., Sajnog A., *Podstawy analizy fundamentalnej – analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016.
- Pieloch-Babiarz A., *Wysokość pieniężnych wypłat dywidendy a kształtowanie się kursu giełdowego akcji w pierwszym dniu notowań „bez dywidendy”*, [w:] A. Kopiński, A. Bem (red.), *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2014.
- Piotrowska B., *Jakie zasady obowiązują przy sporządzaniu sprawozdania finansowego*, „Gazeta Prawna”, 13.02.2008, nr 31.
- Pluta W., *Planowanie finansowe w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2003.
- Porter M.E., *Strategia konkurencji. Metody analizy sektorów i konkurentów*, PWE, Warszawa 2000.
- Porter M.E., Lynch R., *The Competitive Advantage of Nations*, The Free Press, New York 1990.
- Prędkiewicz K., *Wyptalność małych i średnich przedsiębiorstw*, [w:] J. Duraj (red.), *Problemy współczesnej analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007.
- Puławski M., *Instrumenty rynku kapitałowego*, MSM, Warszawa 1994.
- Pytkowski Z., *Organizacja badań i ocena prac naukowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1981.
- Quinn R.E., Cameron K., *Organizational Life Cycles and Shifting Criteria of Effectiveness. Some Preliminary Evidence*, „Management Science” 1983, no 1.
- Ritchie J.C., *Analiza fundamentalna*, Wig-Press, Warszawa 1997.
- Rokita J., *Zarządzanie strategiczne. Tworzenie i utrzymywanie przewagi konkurencyjnej*, PWE, Warszawa 2005.
- Romanowska M., *Planowanie strategiczne w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2004.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 17 lutego 2009 r. w sprawie analizy przedsiębiorstwa państwowego dokonywanej przed wydaniem zarządzenia o prywatyzacji bezpośredniej, Dz.U. 2009 r., Nr 34, poz. 265.
- Rudny W., *Opcje rzeczowe w procesie tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2009.
- Rutkowski A., *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2007.
- Sachs G., *Valuing convertible bonds as derivatives. Quantitative strategies research notes*, Goldman Sachs, New York 1994.
- Sajnog A., *Analiza komparatywna wartości dochodu całkowitego i zysku netto w perspektywie corporate governance*, „Studia Prawno-Ekonomiczne”, T. XCI/2, Łódzkie Towarzystwo Naukowe, Łódź 2014.
- Sajnog A., *Rola zysku całkowitego w ocenie dokonania spółek giełdowych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 803, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 66, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2014.
- Sajnog A., *Zysk całkowity na tle nośników wartości rynkowej przedsiębiorstwa*, [w:] G. Łukasik, H. Zadora (red.), *Finanse – problemy – decyzje 2014*, „Studia Ekonomiczne”, nr 198, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014.
- Samelak J., *Polityka rachunkowości według MSSF i ustawy o rachunkowości a wiarygodność oraz porównywalność sprawozdań finansowych*, „Monitor Rachunkowości i Finansów” 2006, nr 11.
- Sawicki K. (red.), *Polityka bilansowa i analiza finansowa. Nowoczesne instrumenty zarządzania firmą*, Ekspert Wydawnictwo i Doradztwo, Wrocław 2002.
- Sawicki K. (red.), *Rachunkowość finansowa przedsiębiorstw. Część I. Według ustawy o rachunkowości*, Ekspert Wydawnictwo i Doradztwo, Wrocław 2012.

- Sektorowe wskaźniki finansowe opracowane przez Komisję ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej SKwP we współpracy z Wywiadowią Gospodarczą InfoCredit, [http://rachunkowosc.com.pl/c/Artykuly,Wskazniki\\_sektorowe](http://rachunkowosc.com.pl/c/Artykuly,Wskazniki_sektorowe)
- Seredyński R., Szaruga K., Lenarcik A., Dziedzia M., *Operacje gospodarcze w praktyce księgowej. Wycena i ujęcie na kontach według polskiego prawa bilansowego (w tym KSR), MSR/MSSF, prawa podatkowego*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 2011.
- Sharpe W.F., *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, „The Journal of Finance” 1964, no 4.
- Siegel J.G., Shim J.K., Hartman S.W., *Przewodnik po finansach*, PWN, Warszawa 1995.
- Siemińska E., *Metody pomiaru i kondycji finansowej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2002.
- Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Kraków 1999.
- Sierpińska M., Jachna T., *Metody podejmowania decyzji finansowych. Analiza przykładów i przypadków*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2014.
- Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- Sierpińska M., Wędzki D., *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Skoczylas (red.), *Analiza sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstwa*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2009.
- Skoczylas W., *Wskaźniki i systemy wskaźników ekonomicznych w pomiarze dokonań przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2013.
- Smolarek M., *Planowanie strategiczne w małej firmie*, Oficyna Wydawnicza Humanitas, Sosnowiec 2009.
- Stankiewicz M.J., *Konkurencyjność przedsiębiorstwa. Budowanie konkurencyjności przedsiębiorstwa w warunkach globalizacji*, Dom Organizatora TNOiK, Toruń 2005.
- Staszkievicz P., *Sprawozdawczość ostrożnościowa i finansowa firm inwestycyjnych*, Wolters Kluwer business, Warszawa 2014.
- Stewart III G.B., *The Quest for Value. The EVA Management Guide*, HarperBusiness, 1991.
- Stępień K., *Rentowność a wypłacalność przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2008.
- Strategy, „Harvard Business Review”, March–April 1992.
- Szablewski A., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, „e-Finanse” 2008, nr 3.
- Szablewski A. (red.), *Strategie wzrostu wartości firmy*, Poltext, Warszawa 2000.
- Szablewski A., Tuzimek R. (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2004.
- Szczepankowski P.J., *Poznanie wartości własnego przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo IPiS, Warszawa 2001.
- Szczęsny W. (red.), *Finanse firmy. Jak zarządzać kapitałem*, C.H. Beck, Warszawa 2003.
- Szycha A., *Pomiar i prezentowanie wyniku całkowitego spółki kapitałowej w sprawozdaniu finansowym*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2012, nr 59.
- Śliwa J., *Budżetowanie finansowe*, [w:] W. Szczęsny, J. Śliwa, *Budżetowanie operacyjne, finansowe i kapitałowe w przedsiębiorstwie*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Śnieżek E., *Przewodnik po cash flow. Część I*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002.
- Śnieżek E., *Rachunek przepływów pieniężnych*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 2007.
- Śnieżek E., *Wprowadzenie do rachunkowości*, Wolter Kluwer Polska, Kraków 2009.
- Śnieżek E., Walińska E., Frendzel M., Stępień-Andrzejewska J., *Rachunkowość finansowa. Kluczowe zagadnienia, przykłady, zadania*, Centrum Controllingu i Analiz Ekonomicznych Sp. z o.o., Łódź 2007.
- Świdarska G.K., Więctaw W. (red.), *Sprawozdanie finansowe bez tajemnic. Rachunkowość finansowa w praktyce*, Difin, Warszawa 2008.
- Świdarska G.K., Więctaw W., *Sprawozdanie finansowe według polskich i międzynarodowych standardów rachunkowości*, Difin, Warszawa 2012.

- Tarczyński W., *Instrumenty pochodne na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 2003.
- Tarczyński W., *Fundamentalny portfel papierów wartościowych*, PWE, Warszawa 2002.
- Tarka M., Kałwa A., Diakonow A., *Amortyzacja środków trwałych. Aspekt podatkowy i bilansowy*, Difin, Warszawa 2007.
- Tuzimek R., *Metody porównań rynkowych*, [w:] L. Szyszko (red.), *Finanse przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2003.
- Urbańczyk E., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa: teoria i praktyka T. 1 i T. 2*, Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2002.
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. *Kodeks cywilny* z 23 kwietnia 1964 r. [K.c.], Dz.U. 1964 r., Nr 16, poz. 16, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 20 sierpnia 1997 r. *o Krajowym Rejestrze Sądowym*, Dz.U. 2001 r., Nr 17, poz. 209, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 12 maja 2011 r. *o kredycie konsumenckim*, Dz.U. 2011 r., Nr 126, poz. 715, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. *o obrocie instrumentami finansowymi*, Dz.U. 2005 r., Nr 183, poz. 1538, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. *o rachunkowości*, Dz.U. 2002 r., Nr 76, poz. 694, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. *o statystyce publicznej*, Dz.U. 1995 r., Nr 88, poz. 439, z późn. zm.
- Van Horne J.C., *Financial Management and policy*, 5th edition, Prentice-Hall.
- Walczak M. (red.), *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Difin, Warszawa 2003.
- Walczak M., *Sprawozdawczość i analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, T. 1, Wydawnictwo Green, Łódź 2008.
- Walińska E., *Bilans jako fundament sprawozdawczości finansowej w kontekście zmian współczesnej rachunkowości*, Wolters Kluwer, Warszawa 2009.
- Walińska E., *Międzynarodowe standardy rachunkowości*, Oficyna Ekonomiczna Grupa Wolters Kluwer, Kraków 2007.
- Walińska E. (red.), *Rachunkowość, rachunkowość i sprawozdawczość finansowa*, Meritum, Dom Wydawniczy ABC Grupa Wolters Kluwer, Warszawa 2012.
- Walińska E. (red.), *Sprawozdanie finansowe według MSSF. Zasady prezentacji i ujawniania informacji*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2011.
- Walińska E., *Zasady wyceny bilansowej i ustalania wyniku*, Centrum Controllingu i Analiz Ekonomicznych Sp. z o.o., Łódź 2002.
- Walińska E., Wencel A., Jurewicz A., Gad J., *Sprawozdanie finansowe według MSSF*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- Waśniewski T., *Ocena oddziaływania „dźwigni finansowej” na rentowność kapitału własnego*, „Rachunkowość” 1992, nr 3.
- Waśniewski T., Gos W., *Rachunkowość w przedsiębiorstwie*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1997.
- Waśniewski T., Skoczylas W., *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu, Poznań 1997.
- Waśniewski T., Skoczylas W., *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2004.
- Waśniewski T., Skoczylas W., *Znowelizowana ustawa o rachunkowości a analiza finansowa*, „Rachunkowość” 2002, nr 10.
- Wędzki D., *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, Wolter Kluwer Polska, T. 2, Kraków 2009.
- Wędzki D., *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa. Przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002.
- Wierziński M., *Ekonomiczna wartość dodana (EVA) a optymalizacja zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami. Cele – organizacja – narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2001.
- Woźniak-Sobczak B., *Funkcje kapitału w strategicznym zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach, Katowice 2005.
- Wrzosek S., *Kilka uwag w sprawie analizy płynności finansowej*, [w:] J. Duraj (red.), *Problemy współczesnej analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007.

- Wypych M. (red.), *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, Wydawnictwo Absolwent, Łódź 1998.
- Zaleska M., *Ocena ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa przez analityka bankowego*, Szkoła Główna Handlowa – Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2002.
- Zalewska M., *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa przez analityka bankowego*, Szkoła Główna Handlowa – Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2012.
- Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.
- Zeliaś A., *Teoria prognozy*, PWE, Warszawa 1997.
- Zeliaś A., Pawełek B., Wanat S., *Prognozowanie ekonomiczne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.



# Spis tabel

## ROZDZIAŁ I

Tabela 1. Ewidencyjne materiały źródłowe analizy fundamentalnej	21
Tabela 2. Użytkownicy sprawozdań finansowych jednostek gospodarczych	23
Tabela 3. Jednostki gospodarcze zobligowane do przygotowywania sprawozdania finansowego	25
Tabela 4. Zewnętrzne źródła informacji w analizie fundamentalnej	31

## ROZDZIAŁ II

Tabela 1. Bilans przedsiębiorstw innych niż banki, zakłady ubezpieczeń i zakłady reasekuracji	48
Tabela 2. Uprozczone zestawienie zmian w kapitale (funduszu własnym)	58
Tabela 3. Rachunek zysków i strat przedsiębiorstw innych niż banki i zakłady ubezpieczeń	59
Tabela 4. Rachunek przepływów pieniężnych przedsiębiorstw innych niż banki i zakłady ubezpieczeń	71
Tabela 5. Klasyfikacja wskaźników finansowych	77
Tabela 6. Charakterystyka strategii zarządzania kapitałem pracującym	86
Tabela 7. Wybrane wskaźniki płynności finansowej w ujęciu dynamicznym	92
Tabela 8. Wybrane wskaźniki rentowności sprzedaży	101
Tabela 9. Wybrane wskaźniki obrazujące rentowność aktywów przedsiębiorstwa	105

### ROZDZIAŁ III

Tabela 1. Rodzaje wolnych przepływów pieniężnych i odpowiadające im stopy dyskontowe	161
Tabela 2. Obliczanie <i>FCFF</i> na podstawie <i>EBITDA</i>	163
Tabela 3. Obliczanie <i>FCFF</i> na podstawie <i>EBIT</i>	163
Tabela 4. Obliczanie <i>FCFF</i> na podstawie <i>EAT</i>	164
Tabela 5. Obliczanie <i>FCFE</i> na podstawie <i>FCFF</i>	165
Tabela 6. Etapy w metodzie <i>DCF</i>	169
Tabela 7. Zalety i wady wskaźnika <i>P/E</i>	174

# Spis rysunków

## ROZDZIAŁ I

Rysunek 1. Wewnętrzna wartość akcji a jej aktualna cena rynkowa	14
Rysunek 2. Pięć etapów analizy fundamentalnej	15
Rysunek 3. Źródła informacyjne analizy fundamentalnej	20
Rysunek 4. Istota, cel i użytkownicy sprawozdawczości finansowej	22
Rysunek 5. Najważniejsze terminy związane z przygotowaniem sprawozdania finansowego	26

## ROZDZIAŁ II

Rysunek 1. Podstawowy podział analizy finansowej	39
Rysunek 2. Powiązania między rodzajami wyniku finansowego a poziomami jego tworzenia	63
Rysunek 3. Koncepcja wyniku całościowego	66
Rysunek 4. Dochody całkowite przedsiębiorstwa	66
Rysunek 5. Uproszczony układ sprawozdania z całkowitych dochodów	67
Rysunek 6. Ogólne zestawienie środków pieniężnych	71
Rysunek 7. Warianty przepływów pieniężnych w przedsiębiorstwie	75
Rysunek 8. Bilans przedsiębiorstwa zarządzającego <i>NWC</i> w sposób konserwatywny	85
Rysunek 9. Bilans przedsiębiorstwa zarządzającego <i>NWC</i> w sposób umiarkowany	85
Rysunek 10. Bilans przedsiębiorstwa zarządzającego <i>NWC</i> w sposób agresywny	86
Rysunek 11. Przykładowe rozwinięcie analityczne wskaźnika ROE	106

## ROZDZIAŁ III

Rysunek 1. Nośniki wartości przedsiębiorstwa	128
Rysunek 2. Odmienność określania kosztu kapitału	130
Rysunek 3. Wymagana stopa zwrotu z kapitału a jego koszt	131
Rysunek 4. Ryzyko inwestora a stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału	133

Rysunek 5. Ryzyko emitenta a stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału	134
Rysunek 6. Równanie linii papierów wartościowych – <i>SML</i>	139
Rysunek 7. Skutki obniżenia dochodowości akcji	141
Rysunek 8. Czynniki kształtujące średnioważony koszt kapitału	151
Rysunek 9. Klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstwa	153

# Odpowiedzi do pytań testowych

Nr pytania	ROZDZIAŁ I	ROZDZIAŁ II	ROZDZIAŁ III
	Prawda (P) lub Fałsz (F)		
1	P	P	P
2	F	F	P
3	P	P	P
4	P	F	F
5	P	F	P
6	F	P	P
7	P	P	F
8	F	P	P
9	F	P	P
10	P	F	F
11	F	P	F
12	F	F	P
13	P	F	F
14	F	P	P
15	P	P	P

