

Agnieszka Matuszewska-Pierzynka\*

## OCENA RENTOWNOŚCI KAPITAŁU WŁASNEGO SPÓŁKI ZA POMOCĄ PRZYROSTU ZYSKÓW ZATRZYMANÝCH

### 1. WSTĘP

Niniejszy artykuł należy traktować jako przyczynek do dyskusji nad wyborem współczynnika rentowności kapitału własnego, będącego jedną z zasadniczych miar oceny efektywności przedsiębiorstwa<sup>1</sup>.

Współczynnik rentowności kapitału własnego stanowi przedmiot zainteresowania przede wszystkim akcjonariuszy z uwagi na osiągnięcie stopy zwrotu z inwestycji w akcje danego przedsiębiorstwa na satysfakcjonującym poziomie oraz tworzenie długookresowych warunków wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Jednym z takich warunków jest uzyskanie wysokiego poziomu rentowności kapitału własnego w długim okresie.

Zgodnie z literaturą przedmiotu współczynnik rentowności kapitału własnego jest relacją wygoszparowanego zysku netto do wartości kapitału własnego<sup>2</sup>, czyli określa on wielkość zysku netto osiągniętą z jednej złotówki zaangażowanego kapitału własnego. Wzrost wartości tego współczynnika wskazuje na moż-

---

\* Mgr, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 90-214, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41.

<sup>1</sup> Zob. J. Duraj, *Ekonomika przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2004, s. 58.

<sup>2</sup> Zob. L. Bednarski, *Analiza rentowności przedsiębiorstwa*, [w:] E. Kurtys (red.), *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2001, s. 86; L. Bednarski, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 114; W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2011, s. 101; Z. Dresler, *Analiza finansowa i planowanie finansowe*, [w:] J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 218; R. Follett, *How to Keep Score in Business. Accounting and Financial Analysis for the Non-Accountant*, FT Press, New Jersey 2012, s. 101; G. T. Friedlob, L. L. F. Schleifer, *Essentials of Financial Analysis*, John Wiley&Sons, Inc., New Jersey 2003, s. 56; W. Gabrusewicz, *Podstawy analizy finansowej*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2005, s. 243.

liwość uzyskania wyższych dywidend i wyższego przyrostu wartości posiadanych przez akcjonariuszy akcji w przeszłości<sup>3</sup>.

Wielkość zysku netto, będącego podstawą obliczania współczynnika rentowności kapitału własnego może odbiegać o rzeczywistych jego rozmiarów. Na księgowy zysk netto wpływ wywierają chociażby stosowane zasady rachunkowości i przyjęta przez przedsiębiorstwa w ich zakresie polityka, czy też uwarunkowania subiektywne, takie jak: postawy i motywy właścicieli i kadry menedżerskiej<sup>4</sup>. Zniekształcenie wielkości zysku netto prowadzi do zafałszowania wartości mierników na nim bazujących, w tym współczynnika rentowności kapitału własnego.

Zastąpienie zysku netto przyrostem zysków zatrzymanych<sup>5</sup> w konstrukcji współczynnika rentowności kapitału własnego nie rozwiązuje problemu, albowiem zyski zatrzymane<sup>6</sup> pochodząc z zysku netto przejmują wszystkie jego słabości. Użycie przyrostu zysków zatrzymanych do obliczenia współczynnika rentowności kapitału własnego może okazać się przydatne ze względu na to, iż uwzględniają one kwestię podziału zysku netto<sup>7</sup>, w którym prawo uczestniczenia posiadają akcjonariusze<sup>8</sup>. Odniesienie przyrostu zatrzymanej na sfinansowanie inwestycji części zysku netto<sup>9</sup> na kapitał własny świadczącego o wzroście potencjału rozwojowego przedsiębiorstwa<sup>10</sup> wydaje się w bardziej adekwatny do

---

<sup>3</sup> Por. J. Duraj, A. Sajnog, *Rentowność kapitału własnego giełdowych spółek przemysłowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2011, s. 14, 28–29; M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 203–204.

<sup>4</sup> Zob. szerzej na temat wad i zalet mierników księgowych w ocenie rentowności przedsiębiorstwa w: J. Duraj, A. Sajnog, *op. cit.*, s. 29–33.

<sup>5</sup> Pojęcie zysków zatrzymanych w ujęciu ekonomicznym nie jest jednoznacznie zdefiniowane – zob. *ibidem*, s. 25.

<sup>6</sup> Zyski zatrzymane zgodnie z MSSF/MSR obejmują zysk netto bieżącego okresu oraz kapitał zapasowy i rezerwy utworzony z zysków na mocy przepisów prawa lub decyzją akcjonariuszy – zob. A. Sajnog, *Zysk zatrzymany a wartość rynkowa przedsiębiorstwa – ujęcie sektorowe*, [w:] J. Duraj (red.), *Problemy współczesnej analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007, s. 411.

<sup>7</sup> Zob. szerzej na temat podziału zysku w przedsiębiorstwie i polityki wypłat dywidendy w: A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 2007, s. 39–43.

<sup>8</sup> Zob. *Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych*, DzU 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm., art. 347 § 1.

<sup>9</sup> Zob. A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 130.

<sup>10</sup> Relacja zysków zatrzymanych do średniorocznego stanu kapitału własnego to potencjalna wewnętrzna stopa wzrostu zwana wskaźnikiem reinwestycji – por. R. A. Brealey, S. C. Myers, A. J. Marcus, *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill, USA 2001, s. 144; M. Sierpińska, *Polityka dywidendy w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Kraków 1999, s. 89–90.

rzeczywistości sposób<sup>11</sup> wskazywać na możliwość osiągnięcia wyższych korzyści przez akcjonariuszy w przyszłości<sup>12</sup>.

Zasadniczym celem opracowania jest przedstawienie kilku refleksji naukowych wynikających z analizy rentowności kapitału własnego z użyciem dwóch jego miar tj. rentowności ocenianej zyskiem netto oraz przyrostem zysków zatrzymanych.

Realizacja wyznaczonego celu została dokonana z wykorzystaniem danych ze sprawozdań finansowych KGHM Polska Miedź SA za lata 2007–2011, sporządzonych według Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej/Międzynarodowych Standardów Rachunkowości.

## 2. ZYSK NETTO A ZYSKI ZATRZYMANE W KGHM POLSKA MIEDŹ SA

Zysk netto w sprawozdaniu finansowym sporządzonym zgodnie z MSSF/MSR ujmowany jest w części pierwszej sprawozdania z całkowitych dochodów, tj. w rachunku zysków i strat. Dla rzetelnego przedstawienia wyniku finansowego przedsiębiorstwa w rachunku zysków i strat należy zamieścić co najmniej następujące pozycje<sup>13</sup>:

- przychody,
- koszty finansowe,
- udział w wyniku jednostek stowarzyszonych i wspólnych przedsięwzięć ujmowanych metodą praw własności,
- obciążenie z tytułu podatku dochodowego,
- wynik po opodatkowaniu.

Zysk netto KGHM Polska Miedź SA w roku 2007 wynosił 3 798 826 tys. zł. W latach 2008–2009 zysk ten w porównaniu z latami poprzednimi zmniejszył się odpowiednio o 23,12% i 13,02%. W latach 2010–2011 jego wielkość natomiast zwiększyła się w stosunku do lat ubiegłych kolejno o 79,85% i 148,10% (zob. tab. 1).

---

<sup>11</sup> Por. H. Buk, *Czytelność informacji o kapitałach własnych prezentowanych w sprawozdaniu finansowym*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość i kapitał publicznych spółek akcyjnych*, „Acta Universitatis Lodzianensis” 2012, Folia Oeconomica 262, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 90.

<sup>12</sup> Zob. J. Duraj, A. Sajnog, *op. cit.*, s. 24.

<sup>13</sup> Por. *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej MSSF*, SKwP, IASB, Warszawa 2011, s. A. 429, 432–433; A. Jurewicz, *Podstawowe elementy rachunku wyników i ich klasyfikacja*, [w:] E. Walińska (red.), *Sprawozdanie finansowe według MSSF. Zasady prezentacji i ujawniania informacji*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011, s. 239–243; I. Olkowicz, A. Tłaczała, *Sprawozdawczość finansowa według krajowych i międzynarodowych standardów. Vademecum rachunkowości*, Difin, Warszawa 2009, s. 273–274.

Tabela 1

## Zysk netto KGHM Polska Miedź SA w latach 2007–2011

Wyszczególnienie		2007	2008	2009	2010	2011
Zysk brutto ze sprzedaży	wielkość [tys. zł]	5 565 827	4 087 483	3 933 285	7 427 907	10 219 598
	dynamika [%] (rok poprzedni = 100)	x	73,44	96,23	188,85	137,58
Zysk z działalności operacyjnej	wielkość [tys. zł]	4 682 034	3 596 364	3 098 092	5 638 148	13 687 640
	dynamika [%] (rok poprzedni = 100)	x	76,81	86,15	181,99	242,77
Zysk przed opodatkowaniem	wielkość [tys. zł]	4 655 530	3 553 629	3 066 569	5 605 567	13 653 597
	dynamika [%] (rok poprzedni = 100)	x	76,33	86,29	182,80	243,57
Zysk netto	wielkość [tys. zł]	3 798 826	2 920 378	2 540 185	4 568 589	11 334 520
	dynamika [%] (rok poprzedni = 100)	x	76,88	86,98	179,85	248,10

Źródło: opracowanie własne na podstawie jednostkowych sprawozdań z całkowitych dochodów KGHM Polska Miedź SA za lata 2007–2011.

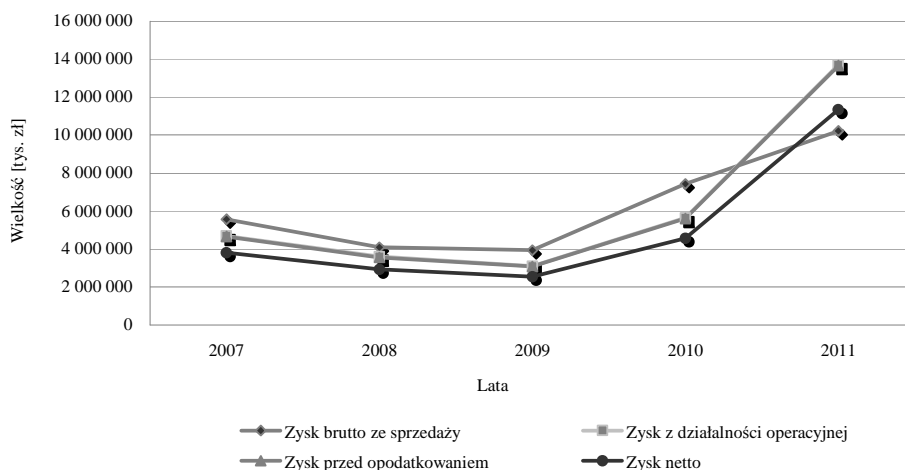
Tabela 2

## Relacje między poszczególnymi kategoriami wyniku finansowego KGHM Polska Miedź SA w latach 2007–2011

Wyszczególnienie		2007	2008	2009	2010	2011
Relacja zysku brutto ze sprzedaży do zysku z działalności operacyjnej [%]		118,88	113,66	126,96	131,74	74,66
Relacja zysku z działalności operacyjnej do zysku przed opodatkowaniem [%]		100,57	101,20	101,03	100,58	100,25

Źródło: opracowanie własne na podstawie tab. 1.

W latach 2007–2011 relacja zysku brutto ze sprzedaży do zysku z działalności operacyjnej była wyższa od 100% z wyjątkiem roku 2011, co oznacza iż tylko w tym roku pozostałe przychody operacyjne przewyższyły sumę kosztów sprzedaży, kosztów ogólnego zarządu i pozostałych kosztów operacyjnych. Relacja zysku z działalności operacyjnej do zysku przed opodatkowaniem była z kolei większa od 100% w każdym roku badanego okresu (zob. tab. 2).



Rys. 1. Poszczególne kategorie wyniku finansowego KGHM Polska Miedź SA w latach 2007–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie tab. 1.

Kierunek zmian wszystkich kategorii wyniku finansowego w latach 2007–2011 był analogiczny do zysku netto (por. rys. 1, tab. 1).

Zyski zatrzymane według MSSF/MSR<sup>14</sup> stanowią szczególną pozycję kapitałów własnych, na którą składają się takie elementy jak<sup>15</sup>:

- zysk netto bieżącego okresu<sup>16</sup>,
- przychody i koszty (wraz z podatkiem odroczonym lub bieżącym) wynikające z błędów lat poprzednich (o ile nie są wyodrębnione w pozycji wynik lat ubiegłych),

<sup>14</sup> Por. przypis 5.

<sup>15</sup> Zob. E. Walińska, *Zasady wyceny kapitału własnego i jego ujawniania*, [w:] E. Walińska (red.), *op. cit.*, s. 211.

<sup>16</sup> Skutki finansowe zmian polityki rachunkowości i błędów lat poprzednich rozliczane są bezpośrednio na kapitał własny. Dla zachowania porównywalności sprawozdań finansowych korekta dokonywana jest nie na bieżącym wyniku finansowym, lecz na wyniku lat poprzednich – zob. *ibidem*, s. 211.

Tabela 3

Przyrost zysków zatrzymanych KGHM Polska Miedź SA w latach 2007–2011 (I)

Wyszczególnienie		2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	Zyski zatrzymane na początek okresu	-471 221	1 133 767	6 952 166	8 072 544	8 276 729	12 245 318
	wielkość [tys. zł] dynamika [%] (rok poprzedni =100)	x	240,60	613,19	116,12	102,53	147,95
2	Zysk netto okresu obrotowego	3 604 988	3 798 826	2 920 378	2 540 185	4 568 589	11 334 520
	wielkość [tys. zł] dynamika [%] (rok poprzedni =100)	x	105,38	76,88	86,98	179,85	248,10
3	Dywidenda uchwalona wyptacona	2 000 000	3 394 000	1 800 000	2 336 000	600 000	2 980 000
	wielkość [tys. zł] dynamika [%] (rok poprzedni =100)	x	169,70	53,03	129,78	25,68	496,67
4	Zyski zatrzymane na koniec okresu	1 133 767	6 952 166	8 072 544	8 276 729	12 245 318	20 599 838
	wielkość [tys. zł] dynamika [%] (rok poprzedni =100)	x	613,19	116,12	102,53	147,95	168,23
Przyrost zysków zatrzymanych		x	5 818 399	1 120 378	204 185	3 968 589	8 354 520
		x	x	19,26	18,22	1 943,62	210,52

Źródło: opracowanie własne na podstawie jednostkowych sprawozdań ze zmian w kapitale własnym KGHM Polska Miedź SA za lata 2007–2011.

Tabela 4

## Przyrost zysków zatrzymanych KGHM Polska Miedź SA w latach 2007–2011 (II)

Wyszczególnienie		2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	Kapitał zapasowy tworzony zgodnie z KSH	660 000	660 000	660 000	660 000	660 000	660 000
	wielkość [tys. zł] dynamika [%] (rok poprzedni =100)	x	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
2	Kapitał zapasowy tworzony z zysku zgodnie ze statutem	1 344 961	6 759 664	4 492 166	5 076 544	7 016 729	8 605 318
	wielkość [tys. zł] dynamika [%] (rok poprzedni =100)	x	502,59	66,46	113,01	138,22	122,64
3	Zysk/strata z lat ubiegłych	-871 194	-467 498	2 920 378	2 540 185	4 568 589	11 334 520
	wielkość [tys. zł] dynamika [%] (rok poprzedni =100)	x	-53,66	624,68	86,98	179,85	248,10
4	Zyski zatrzymane na koniec okresu	1 133 767	6 952 166	8 072 544	8 276 729	12 245 318	20 599 838
	wielkość [tys. zł] (1+2+3) dynamika [%] (rok poprzedni =100)	x	613,19	116,12	102,53	147,95	168,23
Przyrost zysków zatrzymanych		x	x	19,26	18,22	1 943,62	210,52
		x	5 818 399	1 120 378	204 185	3 968 589	8 354 520
		x	x	x	18,22	1 943,62	210,52

Źródło: opracowanie własne na podstawie not dotyczących zysków zatrzymanych z jednostkowych sprawozdań finansowych KGHM Polska Miedź SA za lata 2007–2011.

– przychody i koszty (wraz z podatkiem odroczonym lub bieżącym) będące wynikiem zmian polityki rachunkowości (o ile nie są wyodrębnione w pozycji wynik lat ubiegłych),

– dywidendy wynikające z podziału zysków przez właścicieli<sup>17</sup>.

Wartość zysków zatrzymanych na koniec danego okresu w KGHM Polska Miedź SA w latach 2007–2011 wynikała, oprócz roku 2007 z wartości wypracowanego w danym okresie obrotowym zysku netto oraz wypłaconej w danym okresie, a uchwalonej za okres poprzedni dywidendy. Na wartość zysków zatrzymanych na koniec 2007 roku poza zyskiem netto i dywidendą wpływ miała kwota 5 413 573 tys. zł, która odzwierciedlając wartość hiperinflacyjnego przeszacowania kapitału podstawowego na mocy uchwały Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia o jego obniżeniu została przekazana na kapitał zapasowy<sup>18</sup>.

Przyrost zysków zatrzymanych KGHM Polska Miedź SA w roku 2007 wynosił 5 818 399 tys. zł. W latach 2008–2009 przyrost tych zysków w stosunku do lat poprzednich obniżył się odpowiednio o 80,74% i 81,78%. W latach 2010–2011 ich wielkość za to podwyższyła się w porównaniu z latami ubiegłymi kolejno o 1843,64% i 110,52% (zob. tab. 3).

W roku 2009 zaobserwowano wzrost dywidendy przy jednoczesnym spadku zysku netto, a w roku 2010 zanotowano sytuację odwrotną, co znajduje wyraz w najmniejszej i największej dynamice przyrostu zysków zatrzymanych w tych latach (por. rys. 2, tab. 3).

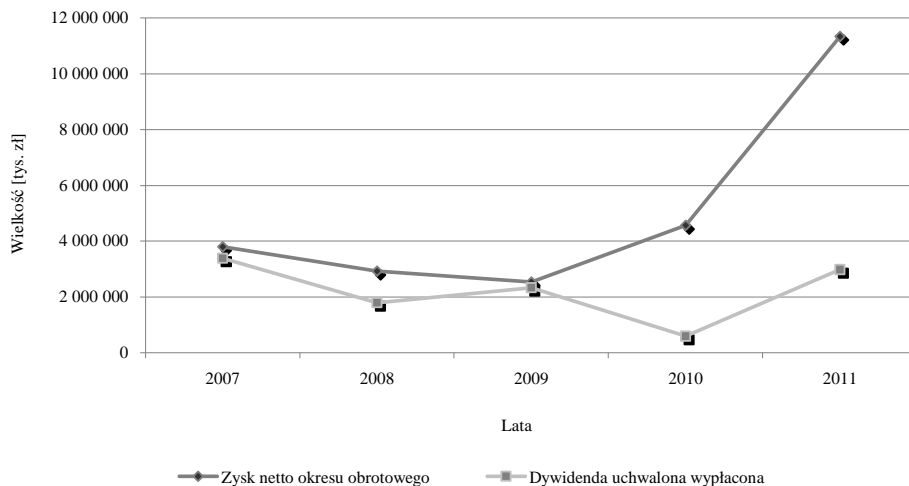
Na wartość zysków zatrzymanych KGHM Polska Miedź SA w latach 2007–2011 wpływ wywierała wartość kapitału zapasowego tworzona z zysku zgodnie ze statutem przedsiębiorstwa i zysku/straty z lat ubiegłych, ponieważ wartość kapitału zapasowego tworzona zgodnie z Kodeksem Spółek Handlowych nie ulegała zmianie w całym analizowanym okresie<sup>19</sup>.

<sup>17</sup> Dodatkową korektę zysków zatrzymanych może stanowić przeniesienie części kapitału rezerwowego z tytułu aktualizacji rzeczowego majątku trwałego – zob. *ibidem*, s. 211.

<sup>18</sup> Hiperinflacyjna korekta kapitałów wprowadzana jest w związku z zastosowaniem Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej po raz pierwszy – pierwsze sprawozdanie finansowe według MSSF w KGHM Polska Miedź SA zostało sporządzone za rok 2007. Zastosowanie się do wymogów Międzynarodowego Standardu Rachunkowości 29 „Sprawozdawczość finansowa w warunkach inflacji” spowodowało zwiększenie kapitału podstawowego i jednoczesne zmniejszenie zysku z lat ubiegłych o kwotę 5 413 573 tys. zł (kapitał zakładowy z przeszacowania do warunków inflacji według stanu na dzień 01.01.2006 r. stanowił 73,02% całkowitego kapitału zakładowego) – postępowanie zgodne z MSR 29 nie wpłynęło na wielkość kapitału własnego na dzień 01.01.2006 r. – por. Sprawozdanie finansowe KGHM Polska Miedź SA za rok 2007, s. 94, 95; *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej MSSF, op. cit.*, s. A. 808–814; I. Olkiewicz, A. Tłaczka, *op. cit.*, s. 376.

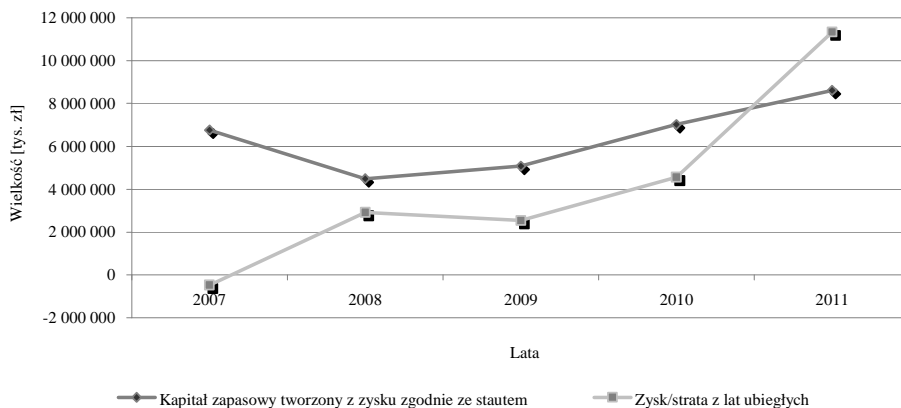
<sup>19</sup> Spółka jest zobowiązana do tworzenia obowiązkowych odpisów z zysku na kapitał zapasowy w celu pokrycia ewentualnych (przyszłych) lub istniejących strat w wysokości co najmniej 8% zysku za dany rok obrotowy, aż do czasu, gdy wartość kapitału zapasowego osiągnie poziom co najmniej 1/3 zarejestrowanego kapitału zakładowego – zob. *Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, op. cit.*, art. 396 § 1. W latach 2007–2011 kapitał zapasowy tworzony zgodnie z KSH (660 000 tys. zł) stanowił 33% kapitału akcyjnego (2 000 000 tys. zł).





Rys. 2. Zysk netto i dywidenda KGHM Polska Miedź SA w latach 2007–2011

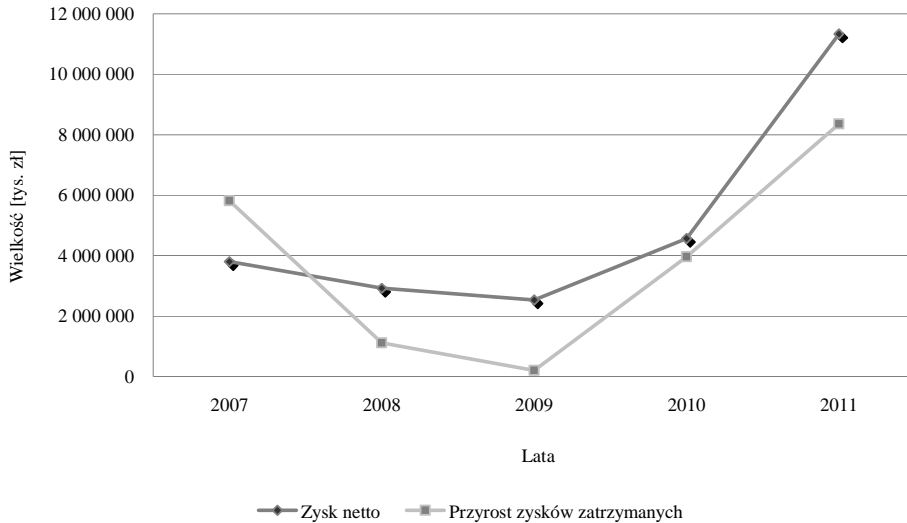
Źródło: opracowanie własne na podstawie tab. 3.



Rys. 3. Kapitał zapasowy tworzony z zysku zgodnie ze statutem i zysk/strata z lat ubiegłych KGHM Polska Miedź SA w latach 2007–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie tab. 4.

Przeciwnie kierunki zmian kapitału zapasowego tworzonego z zysku zgodnie ze statutem i zysku/straty z lat ubiegłych zauważono w roku 2008 i 2009. W roku 2008 na wzrost zysku/straty z lat ubiegłych główny wpływ miało przekazanie kwoty 4 266 323 tys. zł. z kapitału zapasowego tworzonego z zysku zgodnie ze statutem<sup>20</sup>. W roku 2009 spadek zysku/straty z lat ubiegłych wynikał z wypłacenia dywidendy, która stanowiła 91,96% zysku netto danego okresu (por. rys. 3, tab. 3, 4).



Rys. 4. Zysk netto i przyrost zysków zatrzymanych KGHM Polska Miedź SA w latach 2007–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie tab. 1, 3.

W latach 2007–2011 zysk netto był większy od przyrostu zysków zatrzymanych, nie licząc roku 2007, w którym stanowił 65,29% jego wielkości. Tendencja zmian zysku netto i przyrostu zysków zatrzymanych była zgodna, aczkolwiek dynamika przyrostu zysków zatrzymanych, wyjąwszy rok 2011 była silniejsza niż zysku netto, co w dużej mierze jest wyrazem realizowanej przez przedsiębiorstwo polityki dywidend (por. rys. 4, tab. 1, 3).

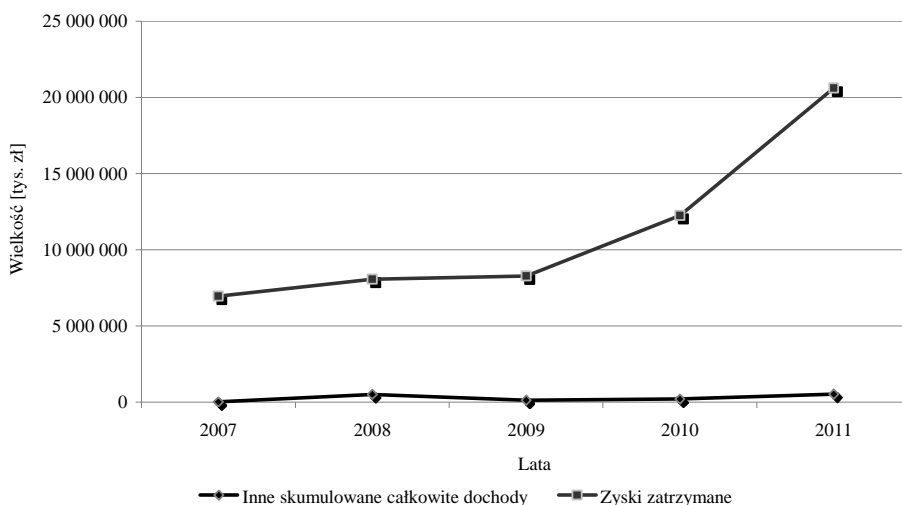
<sup>20</sup> Początkowo z zysku/straty z lat ubiegłych na kapitał zapasowy tworzony zgodnie ze statutem przekazano kwotę 1 998 825 tys. zł., a następnie odpisano 4 266 323 tys. zł. w celu pokrycia straty – zob. Sprawozdanie finansowe KGHM Polska Miedź SA za rok 2008, s. 50.

### 3. KAPITAŁ WŁASNY I JEGO RENTOWNOŚĆ

Szczegółowe informacje dotyczące kapitału własnego ujawniane w sprawozdaniu finansowym sporządzonym według MSSF/MSR prezentowane są w sprawozdaniu ze zmian w kapitale własnym. Na główne jego pozycje składają się następujące elementy<sup>21</sup>:

- kapitał podstawowy,
- nadwyżka ze sprzedaży akcji powyżej ich wartości nominalnej,
- kapitał rezerwowy z tytułu przeliczenia sprawozdań finansowych sporządzonych w walutach obcych,
- kapitał rezerwowy z aktualizacji wyceny,
- niepodzielony wynik (zyski zatrzymane).

Wartość kapitału własnego w KGHM Polska Miedź SA w latach 2007–2011 kształtowała się pod wpływem wartości innych skumulowanych całkowitych dochodów i zysków zatrzymanych, gdyż wartość kapitału akcyjnego była stała w całym badanym okresie<sup>22</sup>.



Rys. 5. Inne skumulowane całkowite dochody i zyski zatrzymane KGHM Polska Miedź SA w latach 2007–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie tab. 5.

<sup>21</sup> Por. *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej MSSF*, op. cit., s. A. 433–434; H. Buk, op. cit., s. 87–88; E. Walińska, op. cit., s. 209.

<sup>22</sup> Kapitał akcyjny w roku 2006 był wyższy od jego wielkości w roku 2007 o kwotę 5 413 573 tys. zł w związku z uwzględnieniem skutków przeszacowania hiperinflacyjnego – zob. przypis 18.

Tabela 5

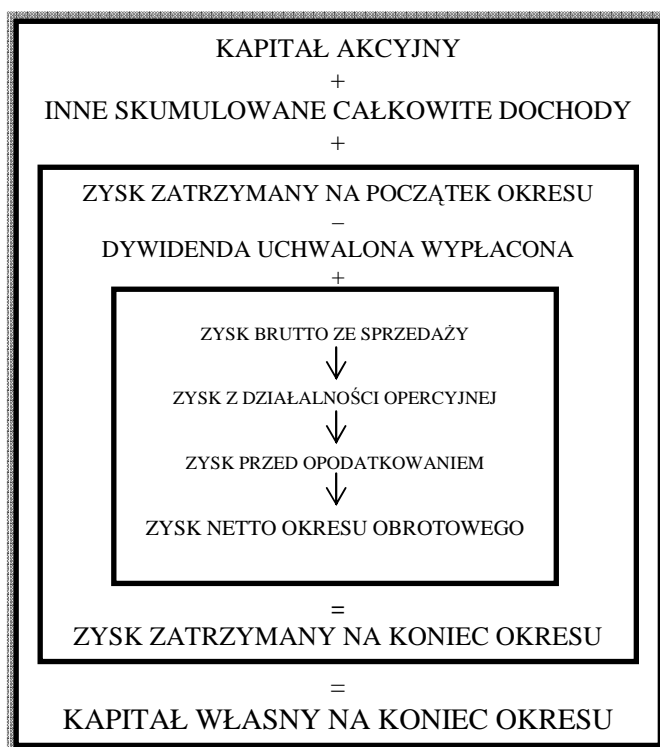
## Średni stan kapitału własnego KGHM Polska Miedź SA w latach 2007–2011

Wyszczególnienie		2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	Kapitał akcyjny	7 413 573	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000
	wielkość [tys. zł] dynamika [%] (rok poprzedni = 100)	x	26,98	100,00	100,00	100,00	100,00
2	Inne skumulowane całkowite dochody	-431 526	13 783	518 748	127 228	211 159	535 673
	wielkość [tys. zł] dynamika [%] (rok poprzedni = 100)	x	3,19	3 763,68	24,53	165,97	253,68
3	Zyski zatrzymane	1 133 767	6 952 166	8 072 544	8 276 729	12 245 318	20 599 838
	wielkość [tys. zł] dynamika [%] (rok poprzedni = 100)	x	613,19	116,12	102,53	147,95	168,23
4	Kapitał własny	8 115 814	8 965 949	10 591 292	10 403 957	14 456 477	23 135 511
	wielkość [tys. zł] dynamika [%] (rok poprzedni = 100)	x	110,48	118,13	98,23	138,95	160,04
Średni stan kapitału własnego	wielkość [tys. zł]	x	8 540 882	9 778 621	10 497 625	12 430 217	18 795 994
	dynamika [%] (rok poprzedni = 100)	x	x	114,49	107,35	118,41	151,21

Źródło: opracowanie własne na podstawie jednostkowych sprawozdań z sytuacji finansowej KGHM Polska Miedź SA za lata 2007–2011.

Średni stan kapitału własnego KGHM Polska Miedź SA w roku 2007 wynosił 8 540 882 tys. zł. W latach 2008–2010 średni stan tego kapitału systematycznie wzrastał, przy czym jego dynamika zawierała się w przedziale od 107,35% do 151,21%. Najmniejszy przyrost średniego stanu kapitału własnego zaobserwowano w roku 2009, w którym przy wzroście zysków zatrzymanych wystąpił spadek innych skumulowanych całkowitych dochodów (por. rys. 5, tab. 5).

W KGHM Polska Miedź SA w latach 2007–2011 wielkość kapitału własnego zależała od wielkości innych skumulowanych całkowitych dochodów i zysków zatrzymanych, które kształtowały się pod wpływem zmian wielkości wypracowanego w danym okresie obrotowego zysku netto oraz wypłaconej w danym okresie, a uchwalonej za okres poprzedni dywidendy.



Rys. 6. Związek między zyskiem netto, zyskami zatrzymanymi i kapitałem własnym na przykładzie KGHM Polska Miedź SA

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdania finansowego KGHM Polska Miedź SA za rok 2011.

Związki i zależności zachodzące między zyskiem netto, przyrostem zysków zatrzymanych i średnim stanem kapitału własnego uwidaczniają się w poziomie i kierunku zmian współczynnika rentowności kapitału własnego, obliczonym na ich podstawie (zob. rys. 6).

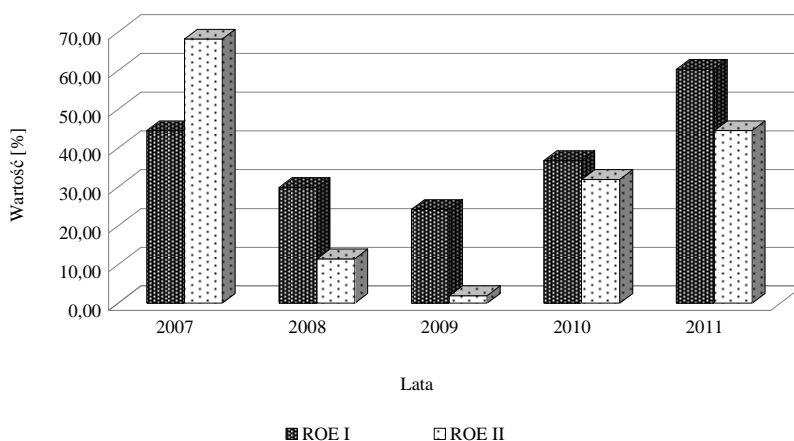
Tabela 6

Rentowność kapitału własnego KGHM Polska Miedź SA w latach 2007–2011

Wyszczególnienie		2007	2008	2009	2010	2011
1	Zysk netto [tys. zł]	3 798 826	2 920 378	2 540 185	4 568 589	11 334 520
2	Przyrost zysków zatrzymanych [tys. zł]	5 818 399	1 120 378	204 185	3 968 589	8 354 520
3	Średni stan kapitału własnego [tys. zł]	8 540 882	9 778 621	10 497 625	12 430 217	18 795 994
ROE I	wielkość [%] (1/3)	44,48	29,86	24,20	36,75	60,30
	dynamika [%] (rok poprzedni = 100)	x	63,40	58,60	151,92	164,07
ROE II	wielkość [%] (2/3)	68,12	11,46	1,95	31,93	44,45
	dynamika [%] (rok poprzedni = 100)	x	16,82	16,98	1641,44	139,22

Źródło: opracowanie własne na podstawie tab. 1, 3, 5.

W latach 2007–2011 współczynnik rentowności kapitału własnego<sup>23</sup> obliczony w oparciu o zysk netto był niższy od jego wartości obliczonej w oparciu o przyrost zysków zatrzymanych jedynie w rok 2007, w którym różnica wynosiła 23,64 punkty procentowe. W latach 2008–2009 współczynniki rentowności kapitału własnego bazujący na zysku netto i bazujący na przyroście zysków zatrzymanych w odniesieniu do lat wcześniejszych malały, zaś w latach 2010–2011 wzrastały. W latach 2008–2009 zysk netto i przyrost zysków zatrzymanych zmniejszały się przy jednoczesnym wzroście średniego stanu kapitału własnego. W latach 2010–2011 zysk netto i przyrost zysków zatrzymanych zwiększały się, jednakże dynamika ich wzrostu była wyższa niż średniego stanu kapitału własnego (zob. tab. 6).



Rys. 6. Współczynnik rentowności kapitału własnego KGHM Polska Miedź SA w latach 2007–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie tab. 6.

Kierunek zmian współczynnika rentowności kapitału własnego bazującego na zysku netto i bazującego na przyroście zysków zatrzymanych był jednakowy, choć dynamika zmian, wyłączając rok 2011 była silniejsza w przypadku, gdy jego wartość została obliczona w oparciu o przyrost zysków zatrzymanych.

<sup>23</sup> Współczynnik rentowności kapitału własnego został obliczony dzieląc zysk netto lub przyrost zysków zatrzymanych przez średni stan kapitału własnego – por. R. A. Brealey, S. C. Myers, A. J. Marcus, *op. cit.*, s. 144; A. Damodaran, *Investment Valuation*, John Wiley&Sons, Inc., New York 2002, Chapter 3, s. 25–26; M. Feldman, A. Libman, *Cash Course in Accounting and Financial Statement Analysis*, John Wiley&Sons, Inc., New Jersey 2007, s. 262; S. A. Ross, R. W. Westerfield, B. D. Jordan, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999, s. 82–83; M. Sierpińska, T. Jachna, *op. cit.*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 204.

Najmniejszą różnicę między współczynnikami rentowności kapitału własnego zauważono w roku 2010, w którym wynosiła ona 4,82 punkty procentowe (por. rys. 6, tab. 6).

#### 4. ZAKOŃCZENIE

Wartości współczynników rentowności kapitału własnego obliczone w oparciu o zysk netto i w oparciu o przyrost zysków zatrzymanych<sup>24</sup> niewątpliwie różnią się od siebie.

W roku 2007 współczynnik rentowności kapitału własnego bazujący na zysku netto był niższy od jego wartości bazującej na przyroście zysków zatrzymanych. Przyczyny takiej sytuacji należy upatrywać w zastosowaniu po raz pierwszy w sporządzanym za rok 2007 sprawozdaniu finansowym przez KGHM Polska Miedź SA Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej.

W latach 2008–2011 współczynnik rentowności kapitału własnego obliczony na zysku netto był wyższy od obliczonego na przyroście zysków zatrzymanych, a różnica wartości wahała się w przedziale od 4,82 do 22,25 punktu procentowego. Wahania owe były rezultatem zmian kwoty wypłat dywidend, na wielkość których wpływ miał spadek zysku netto w latach 2008–2009 wywołany przez światowy kryzys gospodarczy.

Zaznaczyć należy jednak, iż tendencja zmian współczynników rentowności kapitału własnego bazującego na zysku netto i bazującego na przyroście zysków zatrzymanych była taka sama.

Współczynnik rentowności kapitału własnego obliczony w oparciu o przyrost zysków zatrzymanych dostarcza akcjonariuszom bardziej oczekiwanej informacji o przyszłych wynikach działalności przedsiębiorstwa. Co więcej tworzy pełniejszą możliwość wyboru kierunków i sposobów gospodarowania kapitałem własnym zorientowanym na poprawę wartości rynkowej przedsiębiorstwa.

*Agnieszka Matuszewska-Pierzynka*

#### **THE ASSESSMENT OF THE RETURN ON EQUITY BASED ON THE GROWTH OF RETAINED EARNINGS**

This article should be treated as the contribution to take up the discussion about the choice of return on equity. In accordance with the subject literature, return on equity is the ratio of net profit to equity capital. The calculation of return on equity based on the growth of retained profits seems to be more adequate to reality way point at the possibility of achieving higher benefits by

<sup>24</sup> Współczynnik rentowności kapitału własnego obliczony w oparciu o przyrost zysków zatrzymanych to właściwie potencjalna wewnętrzna stopa wzrostu – por. przypis 10.



stockholders in the future. The essential aim of this article is to present several scholarly reflections resulting from the analysis of return on equity with the use of two it's measures i. e. profitability estimated by the net profit and the growth of retained profits. The realization of the appointed goal has been done with taking advantage of data from financial statements of KGHM company in the years 2007–2011, drawn up by International Financial Reporting Standards/ International Accounting Standards.

**Key words:** return on equity, net profit, growth of retained profits, equity capital, International Financial Reporting Standards, International Accounting Standards.