



Wynik całkowity i wynik finansowy netto w perspektywie wartości rynkowej spółek z indeksu WIG30

*ARTUR SAJNÓG**

Streszczenie

Zasadniczym celem artykułu jest porównanie związków wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto z wybranymi parametrami rynkowymi (kapitalizacją giełdową, wskaźnikami wartości rynkowej do wartości księgowej) spółek notowanych na GPW w Warszawie z indeksu WIG30 według stanu na 01.03.2018 roku. Dane empiryczne zostały zaczerpnięte z bazy Thomson Reuters (lata 2009–2016). Analiza zależności dotyczyła relacji między wynikami finansowymi za dany okres sprawozdawczy a wybranymi miernikami rynkowymi, odnoszącymi się do okresu obrachunkowego oraz kolejnego okresu badawczego. Posłużono się współczynnikiem korelacji rang Spearmana oraz analizą regresji wielorakiej, przy wykorzystaniu czterech modeli jednorównaniowych, w dwóch wersjach. Rezultaty badań empirycznych potwierdzają występowanie większej zmienności wartości generowanych wyników całkowitych aniżeli wyników finansowych netto oraz zróżnicowanych zależności między tymi wynikami a parametrami rynkowymi. Nie odnotowano natomiast jednoznacznych przewag istotności jednej kategorii nad drugą.

Słowa kluczowe: wynik całkowity, wynik finansowy netto, wyniki finansowe, wartość rynkowa, kapitalizacja giełdowa, spółki z indeksu WIG30.

Abstract

Comprehensive income versus net income in the context of market value of companies in WIG30 Index

The major aim of this paper is to compare relationships of comprehensive income and net income with selected market ratios (market capitalization, market value to book value ratios) in companies listed on the Warsaw Stock Exchange included in WIG30 Index (qualified on 01.03.2018). Empirical data was obtained from the Thomson Reuters database (the period from 2009 to 2016). The research comprised relationships between incomes in the reporting period and selected market ratios, relatively for the reporting period and the next period. The research method was the regression analysis conducted by means of Spearman's rank correlation coefficient and by four regression models in two versions. The research revealed a diversity of values of comprehensive income, as opposed to net income, and diverse relationships between these categories. They do not confirm the superiority of comprehensive income over net income.

Keywords: comprehensive income, net profit, financial results, market value, market capitalization, companies in WIG30 Index.

* Dr Artur Sajnog, adiunkt, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Katedra Finansów i Inwestycji Międzynarodowych, artur.sajnog@uni.lodz.pl



Wprowadzenie

Wynik finansowy prezentowany w sprawozdawczości finansowej jednostki stanowi jedną z kluczowych determinant, służących inwestorom spółek akcyjnych do ustalania i korygowania oczekiwań w zakresie korzyści kapitałowych. Jest również istotnym nośnikiem efektywnej alokacji ich zasobów finansowych, przyczyniając się jednocześnie do kształtowania wartości spółki na rynku. Celem raportowania wyników finansowych jest bowiem komunikowanie uczestnikom rynku kapitałowego wszystkich informacji, także wewnętrznych, które mogliby wykorzystać w przewidywaniu przyszłych wyników finansowych, a w szczególności szacowaniu wartości przedsiębiorstwa (Skoczyła, 2007, s. 57). Zgodnie z założeniami koncepcyjnymi MSSF „obecni lub potencjalni inwestorzy, pożyczkodawcy i inni wierzyciele potrzebują informacji pomocnych w ocenie perspektyw przyszłych wpływów środków pieniężnych netto do jednostki” (MSSF, 2011, s. A30). Taką też intencją kierowano się przy implementacji kategorii wyniku całkowitego do sprawozdawczości finansowej spółek (Gierusz, 2013, s. 31–32), która bardziej wiąże się z koncepcją wyniku finansowego postrzeganego jako miara dochodu, wartości, czy bogactwa dla właścicieli (Hendriksen, van Breda, 2002, s. 294–295; Newberry, 2003, s. 327; Szychta, 2010, s. 119; 2012, s. 66).

Zakres wyniku całkowitego ma nie tylko szerszy obszar problemowy aniżeli wynik finansowy netto, lecz także zawiera wiele istotnych źródeł tworzenia wartości i czynników kreujących przyszłe wyniki finansowe spółek (Kanagaretman i in., 2009). Z zasady winien on niwelować problem kreatywnej rachunkowości oraz braku transparentności (O’Hanlon, 2000, s. 1303). Przyjmując za E. Walińską (2013, s. 653), „wynik całkowity to wyznacznik nowej epoki gospodarczej, w której dominującą siłą jest rynek finansowy”.

Wynik całkowity stanowił i nadal stanowi przedmiot wielu badań realizowanych przez zagraniczne i polskie ośrodki naukowe. Zasadniczą kwestią sporną jest jednak pytanie, który wynik finansowy – netto czy całkowity – winien stanowić wiodącą podstawę kształtowania wartości przedsiębiorstw, bogactwa ich właścicieli oraz oceny pracy menedżerów. Analiza dotychczasowego dorobku naukowego wskazuje, iż w praktyce istnieje wiele kontrowersji dotyczących przewagi wyniku całkowitego nad wynikiem netto (Keating, 1999; Le Manh-Béna, 2009). Przedmiotem porównawczych badań czyniono zarówno istotność informacyjną tej kategorii dla rynków kapitałowych, trwałość w czasie, czy wartość prognostyczną (Jones, Smith, 2011). Zwolennicy kategorii wyniku całkowitego podkreślają, iż powinna ona cechować się coraz większym zainteresowaniem w analizach determinant wartości rynkowej, gdyż posiada szereg atrybutów (Chambers i in., 2007; Hirst, Hopkins, 2007; Ramond i in. 2007; Kanagaretman i in., 2009; Pronobis, Zülch, 2010). Krytycy wyniku całkowitego zwracają z kolei uwagę, iż wynik finansowy netto jest lepszym miernikiem wartości rynkowej niż wynik całkowity (Dhaliwal i in., 1999; Cahan i in., 2000; Dastgir, Velashani, 2008).

Biorąc pod uwagę rozbieżne wyniki badań empirycznych, prowadzonych dotąd w większości przypadków na rynkach rozwiniętych, można wskazać na potrzebę analizy owych zależności w środowisku polskiego rynku wschodzącego, w którym standardy rachunkowości, przepisy i praktyki doświadczyły w ostatnich latach szeregu zmian. Koncepcja wyniku całkowitego stosowana jest w polskiej praktyce sprawozdawczej dopiero od 2009 roku, zaś w krajach rozwiniętych od lat dziewięćdziesiątych ubiegłego stulecia. Można zatem stwierdzić, iż wynik całkowity w zarządzaniu finansami polskich spółek giełdowych jest miarą stosunkowo „młoda”, a wedle niektórych autorów obserwuje się ciągły wzrost istotności informacji księgowych w czasie (Collins i in., 1997; Landsman, Maydew, 2002).

Zasadniczym celem opracowania jest porównanie związków wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto z wybranymi parametrami rynkowymi (kapitalizacją giełdową, wskaźnikami wartości rynkowej do wartości księgowej) spółek notowanych na GPW w Warszawie z indeksu WIG30. Na potrzeby realizacji celu sformułowano hipotezę badawczą, iż w praktyce gospodarczej spółek z indeksu WIG30 można mówić o występowaniu bardziej silnych i pozytywnych związków między wynikami całkowitymi a wskaźnikami rynkowymi, względem wyników finansowych netto. Przedstawiony obszar badawczy realizowany jest w trzech częściach. Rozważania zawarte w części pierwszej zawierają teoretyczne aspekty istoty wyniku całkowitego oraz głównych założeń jego implementacji do sprawozdawczości finansowej. W drugiej części znajdują się porównawcze wyniki badań nad przydatnością kategorii wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto w kształtowaniu wartości rynkowej. Część trzecia zawiera zaś wyniki empirycznych badań nad zależnościami między wynikami finansowymi spółek z indeksu WIG30 (całkowitymi i netto) a wybranymi miernikami rynkowymi tych podmiotów. Wyniki dotyczą ośmioletniego okresu badawczego (lata 2009–2016), który w warunkach polskich podyktowany został wymogiem ujawniania wyniku całkowitego w sprawozdawczości finansowej począwszy od 1 stycznia 2009 roku.

Bezpośrednią przesłanką realizacji powyższego celu jest wypełnienie w istniejącej polskiej literaturze przedmiotu i badaniach naukowych znaczącego deficytu, nie tyle w zakresie motywów implementacji kategorii wyniku całkowitego do sprawozdawczości finansowej polskich spółek, co pod kątem jej wartości predykcyjnej w porównaniu do wyniku finansowego netto. Wprawdzie w polskiej literaturze przedmiotu można odnaleźć szereg pozycji traktujących o wyniku całkowitym, jednakże badania te dotyczą przede wszystkim problematyki mieszczącej się w obszarze formy i struktury sprawozdania z wyników całkowitych (Marcinkowska, 2003; Walińska, 2009, 2011; Wójtowicz, 2009; Szychta, 2010, 2012; Szychta, de la Rosa, 2012; Frenzel, 2012; Gad, 2017). Istniejący brak pełniejszych analiz związanych z oceną wykorzystania wyniku całkowitego dla potrzeb zarządzania finansami przedsiębiorstw i prognozy przyszłych rezultatów działania tych jednostek stanowi główny i znaczący powód podjęcia badań naukowych. Przyczynić się one mogą bowiem do wzbogacenia teorii finansów przedsiębiorstwa i użyteczności kategorii wyniku całkowitego w warunkach polskiego rynku kapitałowego.

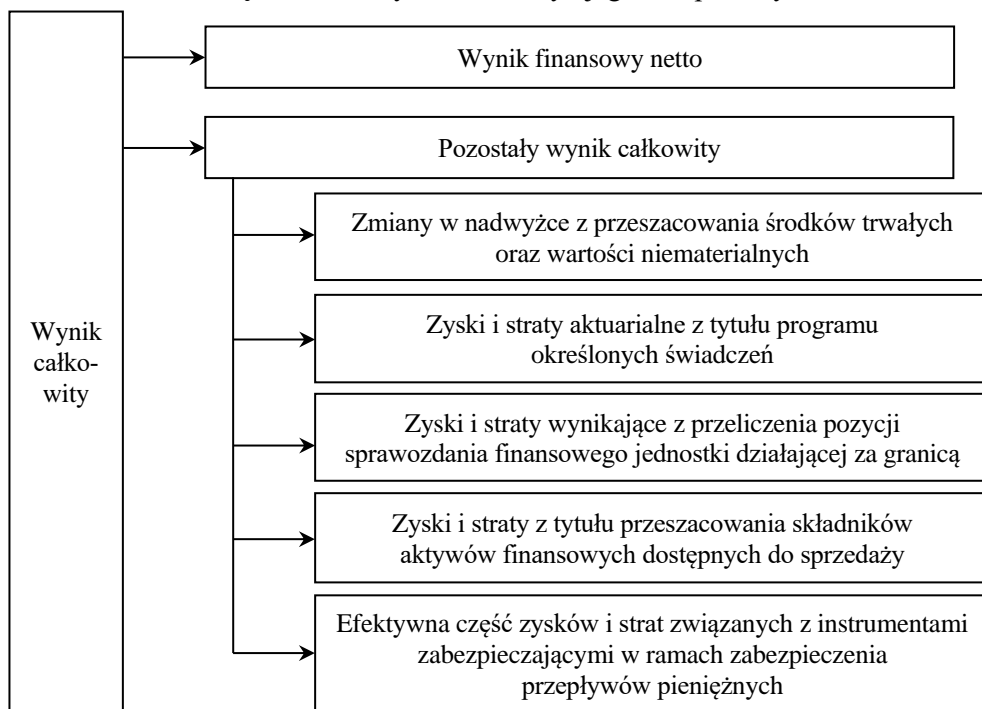
1. Koncepcja wyniku całkowitego jako miary dochodu (wartości)

Debata na temat istoty wyniku całkowitego była prowadzona w literaturze przedmiotu od wielu lat. Już w latach 40. XX wieku Paton i Littleton stwierdzali, że wszelkie determinanty dochodu w najszerszym tego słowa znaczeniu – w tym różne nietypowe i nieregularne czynniki – należy ujmować w rachunku wyników, zanim wyniki finansowe netto zostaną zaevidencjonowane w bilansie po stronie kapitału własnego (Paton, Littleton, 1940). Owo podejście do „kompleksowego zestawienia dochodów” (*all-inclusive income statement*) poparła po części w 1969 roku Amerykańska Rada Standardów Rachunkowości Finansowej (Financial Accounting Standards Board – FASB), jednakże wielu specjalistów księgowych prowadziło wówczas kampanię na rzecz rachunku zysków i strat, obejmującego wyłącznie wyniki operacyjne (Rees, Shane, 2012, s. 791).

Wynik całkowity (*comprehensive income*) jako kategoria prawa bilansowego, po raz pierwszy pojawiła się w amerykańskich regulacjach rachunkowości już w 1980 roku (wówczas FASB opublikowała Statement of Financial Accounting Concepts No. 3). Zaczęto go stosować w poszczególnych krajach jednak nieco później – w Wielkiej Brytanii od 1992 roku, w Nowej Zelandii od 1995 roku, zaś w Stanach Zjednoczonych od 1997 roku. W Polsce (podobnie jak w wielu innych krajach europejskich) implementacja tej kategorii nastąpiła w 2009 roku za sprawą zmienionego MSR nr 1 (Prezentacja sprawozdań finansowych), z którego wynikał obowiązek sporządzania sprawozdania z wyniku całkowitego.

Warto w tym miejscu zaznaczyć, iż w polskiej literaturze przedmiotu nie uzgodniono jednolitego tłumaczenia terminu *comprehensive income*. Niektórzy autorzy posługują się pojęciem „dochodu całkowitego” – jako oficjalnego tłumaczenia MSSF (MSSF 2011, s. A 428) (Buk, 2013; Gierusz, 2013), inni zaś „wyniku całościowego” (Marcinkowska, 2003; Szychta, 2010; Gad, 2017), „wyniku całkowitego” (Sajnog, 2017), „zysku całkowitego” (Grabińska, Grabiński, 2012) bądź nawet „wyniku ogólnego, wszechstronnego” (Emerling, 2014). Wydaje się, że dosłowne używanie terminu „całkowity dochód” jest najbardziej niefortunne, gdyż kategoria dochodu jest bliższa wymiarowi podatkowemu niż rachunkowemu lub finansowemu. Stosowanie przyjętego w artykule określenia „wynik całkowity” nie stoi w sprzeczności z MSR nr 1, ponieważ stanowi on, że jednostka może stosować inne tytuły sprawozdań niż te prezentowane w standardzie (np. „sprawozdanie z wyniku całkowitego”).

Odnosząc się do istoty wyniku całkowitego, należy traktować go jako zmianę po stronie kapitału własnego jednostki w danym okresie obrachunkowym, zaistniałą wskutek transakcji gospodarczych i innych zdarzeń zachodzących w relacjach z interesariuszami innymi niż właściciele (Epstein i in., 2010, s. 77). Uwzględnia on, poza wynikiem finansowym netto, również przychody i koszty, które wpływają bezpośrednio na kapitał własny (Marcinkowska, 2007, s. 264). Nazwać się można pozostałym wynikiem całkowitym (*other comprehensive income*) – zob. rys. 1.

Rysunek 1. Wynik całkowity i jego komponenty

Źródło: opracowanie własne na podstawie: MSR (2011, par. 81).

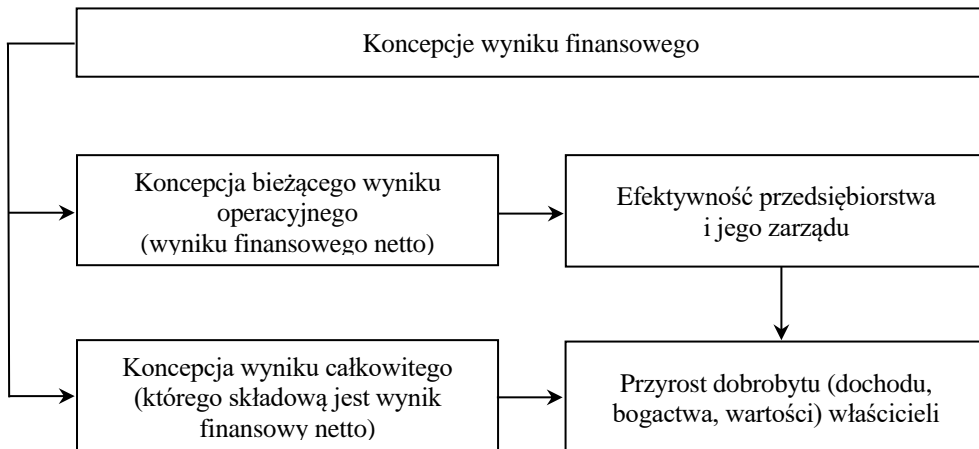
W zagranicznej literaturze przedmiotu z zakresu rachunkowości odnaleźć można szereg historycznych zmian po stronie poszczególnych komponentów, traktowanych jako elementy wyniku całkowitego. Wraz z kolejnymi zmianami w standardach rachunkowości pojawiały się coraz liczniejsze transakcje ujmowane bezpośrednio w kapitale własnym, których nie prezentowano dotychczas w rachunku zysków i strat. Pozycje te cechowały się różnym stopniem trwałości w czasie, poziomem kontroli menedżerów czy wpływem na prezentację sprawozdań finansowych (Ress, Shane, 2012).

Głównym założeniem implementacji wyniku całkowitego do sprawozdawczości finansowej była potrzeba analizowania tych zysków i strat przedsiębiorstwa, które uzyskuje ono w rezultacie wszystkich działań, bez względu na miejsce ich ujmowania w sprawozdawczości finansowej (wynik finansowy czy inne pozycje kapitału własnego). Efektem tego miała być zmiana podejścia do wyniku finansowego, postrzeganego nie tylko jako miara efektywności działania przedsiębiorstwa i jego menedżerów, ale przede wszystkim jako wyraz dochodu (wartości) dla jego właścicieli. Przepisy obecnie obowiązujących zasad stanowią kontynuację szeroko rozpowszechnionej koncepcji wyniku finansowego, który traktowany jest jako zmiana wartości aktywów netto (kapitału własnego) na koniec okresu obrachunkowego względem jego wartości na początek okresu (Szychta, 2012, s. 66). Mając to na uwadze, wynik finansowy może być

postrzegany nie tylko z punktu widzenia miary efektywności danej jednostki, ale także miary dochodu (bogactwa) właścicieli (Hendriksen, van Breda, 2002, s. 294–295; Newberry, 2003, s. 327; Szychta, 2010, s. 119; 2012, s. 66).

Wynik finansowy, który utożsamiany jest z pojęciem zysku (bądź straty) oraz rentowności (bądź deficytowości), rozumianej jako zdolność do generowania zysku (Pieloch-Babiarz, Sajnog, 2016, s. 99), jest swego rodzaju miarą sprawności jednostki gospodarczej, obrazując zwrotność poniesionych nakładów w okresie obrachunkowym (np. w formie stopy zwrotu z kapitału własnego). Pokazuje wymierny efekt nie tylko sprawności działania jednostki, ale także efektywności zarządzania finansami przez jej menedżerów. Z drugiej strony, dodatni wynik finansowy to również specyficzna forma dochodu, a dochód jako suma pieniędzy uzyskana przez daną osobę w danym czasie. W tym nurcie wynik finansowy kojarzony może być z pojęciem renty, rozumianej jako dochód, zysk bądź procent od kapitału. Specyfika wyniku finansowego wskazuje, że nie można z góry przewidzieć jego wysokości (np. jak w przypadku renty, czyli stałego, okresowego świadczenia pieniężnego na rzecz danej osoby) oraz może przyjmować wartości zarówno dodatnie (zysk), jak i ujemne (strata), podczas gdy dochód jest nieujemny. W literaturze przedmiotu wskazuje się wprost na dwie koncepcje wyniku finansowego (zob. rys. 2).

Rysunek 2. Koncepcje wyniku finansowego



Źródło: opracowanie własne na podstawie Hendriksen, van Breda (2002, s. 294–295); Newberry (2003, s. 327); Szychta (2010, s. 119; 2012, s. 66).

W ramach pierwszej koncepcji, za punkt wyjścia w definiowaniu i pomiarze wyników finansowych przyjmuje się rezultat decyzji zarządu, ukierunkowanych na maksymalizację zysku operacyjnego w danym okresie. Jak podaje A. Szychta, wynik finansowy ustalony w rachunkowości za dany okres działalności podmiotu gospodarczego powinien wyrażać rezultat decyzji podejmowanych przez kierownictwo i rezultat realizowanych

procesów (Szychta, 2010, s. 119). W tym wymiarze wynik finansowy liczony według bieżącego wyniku operacyjnego traktowany jest jako miara efektywności zarządzania, która dotyczy niewątpliwie podstawowej działalności przedsiębiorstwa, cechuje się z reguły ciągłością i powtarzalnością. Należy jednakże dodać, iż efektywność działania menedżerów przedsiębiorstwa przekłada się na zmiany po stronie kapitału własnego, co ostatecznie ma wpływ na przyrost bądź spadek dochodu (bogactwa) dla właścicieli.

W rachunku zysków i strat wykazywane są jedynie skutki transakcji, które są związane bezpośrednio z wynikiem finansowym, zaś inne zmiany wartości aktywów lub zobowiązań są przenoszone do zestawienia zmian w kapitale własnym lub bezpośrednio do bilansu. Pozycje takie są określane mianem zaciemnionej (brudnej) nadwyżki (*dirty surplus accounting*) i często są trudne do zidentyfikowania przez użytkowników sprawozdań finansowych (Pascan, 2010, s. 186–187; Szychta, 2012, s. 67).

Jak podają B. i K. Grabińscy, głównym celem koncepcji bieżącego wyniku operacyjnego w sprawozdawczości finansowej jest ustalenie względnie trwałego w czasie wyniku finansowego, który jest efektem powtarzalnych transakcji. Z kolei zmiany po stronie np. uwarunkowań zewnętrznych, makroekonomicznych, na które zarząd nie ma wpływu lub ma wpływ niewielki, powinny być eliminowane z rachunku zysków i strat oraz w postaci już wspomnianej brudnej nadwyżki przesuwane do innych części sprawozdania finansowego (Grabińska, Grabiński, 2012, s. 302). Nie bez znaczenia podkreśla się, iż praktyka rachunkowości wedle brudnej nadwyżki może być przedmiotem motywacji do zawyżania zysku (Paton, 1934, s. 108–132; May, 1937, s. 15–22; Littleton, 1940, s. 30–40). Przeniesienie niektórych pozycji przychodów i kosztów do sprawozdania ze zmian w kapitale własnym w celu wyeliminowania ich wpływu na wynik finansowy netto wymusza koncentrację beneficjentów sprawozdań finansowych na wyniku finansowym netto, a nie na zmianie poziomu kapitału własnego (Marcinkowska, 2003, s. 95; Bek-Gaik, 2013, s. 908).

Koncepcja wyniku całkowitego nakazuje traktować wynik finansowy jednostki jako zmianę wartości kapitału własnego w okresie sprawozdawczym, przy czym kapitał utożsamiany jest z zasobem bogactwa, natomiast zysk jest wyrazem korzyści użycia tego kapitału w danym okresie. W jej ramach wynik finansowy reprezentuje całkowity wzrost (lub spadek) bogactwa właścicieli, wyrażając wartość, jaka w danym okresie została przez przedsiębiorstwo wygenerowana lub utracona (Marcinkowska, 2003, s. 91). Koncepcja wyniku całkowitego to nic innego jak próba „oczyszczenia” kapitału własnego z przychodów/kosztów, czyli kategorii niezależnych od właścicieli tego kapitału (Walińska, Jurewicz, 2011, s. 28). Wszelkie zmiany kapitału własnego, z pominięciem transakcji jednostki z jej właścicielami, należy bowiem uwzględnić w rachunku wyników jednostki za dany okres obrachunkowy. Inaczej mówiąc, należy rozdzielić kapitał własny na część „właścicielską” i część „wynikową”, uwzględniając przy tym:

- a) zmiany wynikające ze zmian w kosztach i przychodach (wynikowych i kapitałowych, z uwzględnieniem tego podziału), co jest prezentowane w sprawozdaniu z dochodów całkowitych;

- b) zmiany wynikające z decyzji właścicieli oraz zmiany spowodowane błędami lat poprzednich i zmianami polityki rachunkowości, które są obrazowane w zestawieniu ze zmian w kapitale własnym;
- c) zmiany pieniężne w kapitale własnym, uwzględniane w sprawozdaniu z przepływów pieniężnych (Walińska, 2009; Gierusz, 2009).

Bezspornie należy stwierdzić, iż zakres wyniku całkowitego jest znacznie szerszy aniżeli wyniku netto, gdyż uwzględnia pomiar rezultatów wszelkich transakcji i zdarzeń skutkujących zmianami po stronie kapitału własnego, co odzwierciedla wymagania tzw. czystej nadwyżki (*clean surplus*) (Ohlson, 1995, s. 161–182; O’Hanlon, Pope, 1999, s. 459, Feltham, Ohlson, 1995, s. 689–731). Inaczej mówiąc, zawiera w sobie wszelkie zmiany cen wartości aktywów na przestrzeni badanego okresu, które są pomijane w tradycyjnym wyniku finansowym. Może zatem nieść wiele istotnych źródeł tworzenia wartości przedsiębiorstwa i czynników kreujących przyszłe wyniki finansowe spółek. W efekcie dostęp do rzetelnych informacji o wyniku całkowitym, bez nadmiernego ich przeładowania, stworzyć może interesariuszom satysfakcjonujące warunki do podejmowania decyzji inwestycyjnych na rynku, wykorzystując generowane tego rodzaju wyniki finansowe.

2. Komparatywna ocena przydatności wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto w kształtowaniu wartości rynkowej przedsiębiorstwa

Celem raportowania wyników finansowych jest komunikowanie uczestnikom rynku kapitałowego wszystkich informacji, także wewnętrznych, które mogliby wykorzystać w przewidywaniu przyszłych wyników finansowych, a w szczególności szacowaniu wartości przedsiębiorstwa. Informacje o wyniku całkowitym powinny być zatem pomocne także inwestorom w ocenie działań jednostki, w szczególności pod kątem korzyści kapitałowych, płynących ze wzrostu wartości spółki na rynku.

Informacje zawarte w sprawozdaniu z wyników całkowitych są bez wątpienia nieodzowne dla oceny przyszłych korzyści kapitałowych akcjonariuszy, lecz nie mogą być substytutem danych memoriałowych i kasowych zawartych w dominujących do tej pory sprawozdaniach finansowych spółek kapitałowych, które uznawane są za generatory wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Z drugiej jednak strony, znaczna swoboda formy i struktury prezentacji wyniku całkowitego w sprawozdaniach spółek giełdowych, w efekcie przyczyniająca się do niejednorodności prezentowanych informacji, może znacząco utrudniać beneficjentom sprawozdań finansowych dokonywanie porównań między spółkami i determinować jednak wyższą przydatność informacyjną wyniku finansowego netto.

Sprawozdanie z wyniku całkowitego stanowiło przedmiot wielu badań empirycznych. Badania prowadzone w Polsce dotyczyły przede wszystkim formy prezentacji

pozycji wyniku całkowitego (Marcinkowska, 2003; Walińska, 2009, 2011; Wójtowicz, 2009; Szychta, 2010, 2012; Szychta, de la Rosa, 2012; Frendzel, 2012; Gad, 2017). Na podstawie przeprowadzonych badań na spółkach notowanych na GPW w Warszawie podkreśla się, że forma prezentacji składników wyniku całkowitego w polskich przedsiębiorstwach jest nieprzejrzysta oraz nie sprzyja wzrostowi użyteczności informacyjnej tego sprawozdania. Porównując polskie i niemieckie spółki giełdowe, dostrzega się w polskiej sprawozdawczości znaczną niejednorodność w formie prezentacji wyniku całkowitego oraz nomenklaturze jego komponentów (Gad, 2017). Zakres przekazywanych informacji w sprawozdaniach z wyniku całkowitego, na skutek różnych i nieprecyzyjnych określeń stosowanych dla jego składników, może wpływać negatywnie na jasność i przejrzystość informacji, powodując jednocześnie ograniczenia lub brak przydatności informacji dla akcjonariuszy. Ponadto zróżnicowane czynniki sytuacyjne, mieszczące się w obszarze realizacji określonych strategii gospodarowania kapitałem własnym, mogą w istotny sposób wpływać na zmienność i niepewność kształtowania wyników całkowitych przedsiębiorstwa, wskazując na potencjalnie niższe powiązanie tej kategorii finansowej z miernikami wartości rynkowej w porównaniu do wyniku finansowego netto.

W zagranicznej literaturze przedmiotu można odnaleźć wskazania na przewagi bądź słabości informacyjne wyniku całkowitego, dostarczając jednocześnie inwestorom określonych argumentów i kontrargumentów dla podejmowania i realizacji określonych strategii zarządzania kapitałem. Z resztą uważa się, iż od samego początku ujawnienia wyniku całkowitego w sprawozdawczości finansowej, praktyczne jego zastosowanie było kwestią sporną dla teoretyków i praktyków rachunkowości, finansów czy zarządzania (Yen i in., 2007).

Biorąc pod uwagę szereg argumentów uzasadniających większą przydatność wyniku całkowitego aniżeli wyniku finansowego netto dla podejmowania decyzji inwestycyjnych, warto wskazać, iż:

- 1) składniki pozostałego wyniku całkowitego wynikają z instrumentów finansowych, których efektywność zarządzania jest wskaźnikiem umiejętności i kwalifikacji kierownictwa (Keating, 1999);
- 2) ujawnienie wyniku całkowitego i jego komponentów w sprawozdawczości finansowej spółek stanowi ważny nośnik informacyjny dla inwestorów (Cahan i in., 2000);
- 3) wynik całkowity stanowi istotny wskaźnik wyników finansowych przedsiębiorstwa dla analityków giełdowych (Saghroun, 2003);
- 4) ujawnianie wyniku całkowitego w odrębnym sprawozdaniu ułatwia ocenę zarządzania efektywnością przedsiębiorstwa i poprawia jego przejrzystość (Hirst, Hopkins, 2007);
- 5) wynik całkowity wydaje się być mniej podatny na manipulacje księgowe i realizację strategii zarządzania wynikiem finansowym (Hirst, Hopkins, 2007; Chambers i in., 2007);

- 6) wynik całkowity jest bardziej klarownym rezultatem finansowym dla menedżerów aniżeli wynik finansowy netto, gdyż wyraża m.in. większy potencjał przedsiębiorstwa do generowania zysków w przyszłości (Kanagaretman i in., 2009);
- 7) niektóre komponenty pozostałego wyniku całkowitego mają bardziej istotną wartość zarządczą w porównaniu z wynikiem finansowym netto (Pronobis, Zülch, 2010).

Zaprezentowanych wyników badań empirycznych nie należy jednakże traktować jako bezdyskusyjnego świadectwa przewagi kategorii wyniku całkowitego nad wynikiem finansowym netto. Wyniki badań wielu autorów, niekiedy również zwolenników implementacji kategorii wyniku całkowitego do sprawozdawczości finansowej, nie dają jednoznacznej odpowiedzi w tym zakresie. Wśród tego rodzaju argumentów wskazać można na następujące:

- 1) w zarządzaniu finansami należy skupić się na trwałych komponentach wyniku finansowego netto a nie przejściowych składnikach wyniku całkowitego (Black, 1993);
- 2) wyodrębnianie elementów pozostałego wyniku całkowitego zmniejsza możliwość wykorzystania tej kategorii jako źródła istotnych informacji na potrzeby przyszłych prognoz (Dhaliwal i in., 1999);
- 3) wynik całkowity zawiera zewnętrzne i nieprzejrzyste komponenty, które zmniejszają możliwość predykcji wyników długoterminowych (O'Hanlon, Pope, 1999);
- 4) poziom wyniku finansowego netto stanowi lepsze odzwierciedlenie finalnego pomiaru wyników przedsiębiorstwa (Liu, Thomas, 2000);
- 5) nie obserwuje się przyrostu informacji związanego z prezentowaniem wyniku całkowitego, w szczególności pozostałego wyniku całkowitego (Chamberts i in., 2007);
- 6) wynik finansowy netto jest trafniejszą „zapowiedzią” przyszłości niż wynik całkowity (Kanagaretman i in., 2009);
- 7) elementy pozostałego wyniku całkowitego są przejściowe i zmienne oraz wprowadzają zamieszanie i niepewność ich realizacji (Goncharov, Hodgson, 2011);
- 8) wynik całkowity zawiera przejściowe komponenty, wprowadza zamieszanie i niepewność oraz hamuje podejmowanie decyzji (Rees, Shane, 2012).

Abstrahując od powyższego, z punktu widzenia inwestora, wynik całkowity, który stanowi różnicę między kwotą kapitału dostępną do podziału na koniec okresu sprawozdawczego a kwotą kapitału zainwestowanego na początek okresu, z zasady winien być bardziej kojarzony z zyskiem kapitałowym, a jednocześnie bardziej związany z maksymalizacją wartości rynkowej aniżeli wynik finansowy netto.

Dotychczasowe wyniki badań empirycznych wskazują ponadto, że komponenty wyniku całkowitego mają różną użyteczność w zakresie tworzenia wartości przedsiębiorstwa (Louis, 2003). Niektórzy autorzy podkreślają znaczący i istotny statystycznie rozrzut między wielkością wskaźników rentowności kapitału własnego, liczonych z wykorzystaniem wyniku całkowitego w porównaniu do wyniku finansowego netto, co może potencjalnie przynależeć do głównych determinant efektywności spółki z punktu

widzenia jej właścicieli, a tym samym wpływać na wartość rynkową (Kvaal, Nobes, 2010). Odnaleźć można nawet argumenty, iż pozycje pozostałego wyniku całkowitego (np. niezrealizowane zyski i straty z papierów wartościowych przeznaczonych do sprzedaży lub krótkoterminowe inwestycje finansowe) mają istotny związek z przyszłymi stopami zwrotu dla akcjonariusza, pojmowanymi jako zmiany cen akcji na rynku (Chambers i in., 2007). Inne badania również potwierdzają wyższość wyniku całkowitego względem wyniku finansowego netto w odzwierciedlaniu przyszłych zwrotów z akcji (Ferraro, 2011).

W opozycji stoi szereg wyników badań, których konkluzje stoją na ogół w sprzeczności z główną ideą koncepcji wyniku całkowitego (Barton i in., 2010; Pronobis, Zülch, 2010; Dhaliwal i in., 1999). Kategorycznie się podkreśla, że wynik finansowy netto oraz takie kategorie, jak EBIT, EBITA, EBITDA, mają wyższą wartość predykcyjną w przewidywaniu przyszłych wyników finansowych niż pozycje w dalszej części sprawozdania z wyniku całkowitego. Stwierdza się poza tym, że wynik finansowy netto jest lepszym predyktorem wartości rynkowej kapitału własnego i dochodu niż wynik całkowity (Cahan i in., 2000). Ponadto ani na poziomie zagregowanym, ani sektorowym, wynik całkowity nie jest lepszą miarą wyników przedsiębiorstwa ocenianych na podstawie stóp zwrotu w porównaniu do wyniku finansowego netto (Dastgir, Velashani, 2008).

3. Metodyka badań

Zaprezentowane badania empiryczne odnoszą się do spółek giełdowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), które wchodziły w skład indeksu WIG30¹. Wybór tego rodzaju spółek został podyktowany przeprowadzoną wstępną analizą 487 spółek giełdowych notowanych na GPW, z której wynika, iż mniejsze spółki zwykle nie wykazywały w sprawozdaniach finansowych w ogóle składników pozostałego wyniku całkowitego, co utrudnia przeprowadzenie badań. Ponadto, największe spółki giełdowe, ponieważ z racji nakładanych największych obowiązków informacyjnych, wykazywały się największą dbałością o formę i strukturę sprawozdania z wyniku całkowitego.

Dla osiągnięcia celu opracowania przyjęto siedmioletni okres badawczy, tj. lata 2009–2016, wynikający z nałożonego od 1 stycznia 2009 roku na spółki giełdowe

¹ Skład indeksu WIG30 został po raz pierwszy opublikowany 23.09.2013 r. Wedle stanu z dnia 01.03.2018 r. przynależały do niego następujące spółki akcyjne, które podlegały badaniu: Alior Bank, Asseco Poland, Grupa Azoty, Bank Zachodni WBK, CCC, CD Projekt, Cyfrowy Polsat, Enea, Energa, Eurocash, Globe Trade Centre, ING Bank Śląski, Jastrzębska Spółka Węglowa, Kernel Holding, KGHM Polska Miedź, Kruk, Grupa Lotos, LPP, mBank, Bank Millennium, Orange, Bank Polska Kasa Opieki, PGE Polska Grupa Energetyczna, Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo, Polski Koncern Naftowy Orlen, Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski, PKP Cargo, Play Communications, Powszechny Zakład Ubezpieczeń, Tauron Polska Energia.

w Polsce obowiązku sporządzania sprawozdania z wyniku całkowitego. Dane empiryczne do badań zostały zaczerpnięte z bazy Thomson Reuters. Wnikliwą analizą objęto roczne jednostkowe sprawozdania finansowe badanych spółek. Motywem przewodnim wyboru tego rodzaju sprawozdań był fakt, iż sprawozdania skonsolidowane przedstawiają generalnie sytuację finansową grupy kapitałowej, zaś na giełdzie notowana jest zazwyczaj czołowa spółka z grupy (tzw. spółka matka)².

Przedstawiony problem badawczy, polegający na porównaniu związków wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto z wybranymi parametrami rynkowymi, zrealizowany został w trzech częściach. Po pierwsze dokonano ogólnej analizy zróżnicowania wartości wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto a także wybranych mierników rynkowych w ujęciu absolutnym, czyli kapitalizacji giełdowej (utożsamianej z wartością rynkową) oraz w ujęciu względnym (relatywnym), czyli wskaźników wartości rynkowej do wartości księgowej. W tym celu wykorzystano mierniki statystyki opisowej, tj. klasyczne oraz pozycyjne miary położenia i zróżnicowania.

Analiza korelacji, stanowiąca drugą część badań, dotyczyła relacji między wynikami finansowymi (całkowitymi i netto) za dany okres sprawozdawczy a wybranymi miernikami rynkowymi, względnym okresie obrachunkowego oraz kolejnego okresu badawczego. W tym celu posłużono się współczynnikiem korelacji rang Spearmana oraz zbadano istotność tego miernika za pomocą testu istotności ze statystyką *t*-Studenta dla współczynnika korelacji rang. Warto w tym miejscu zaznaczyć, iż łącznie wyodrębniono 215 obserwacji spośród 240 możliwych³, gdyż w przypadku pięciu spółek (Alior Bank, Energa, Jastrzębska Spółka Węglowa, PKP Cargo oraz Play Communications) zanotowano braki danych w badanych zmiennych dla kilku lat – odpowiednio trzech, czterech, dwóch, czterech i trzech pierwszych okresów badawczych (łącznie 15 obserwacji). Mając na uwadze ilościowe podejście do braku danych, w dalszym toku analizy zależności braki te nie zostały zastąpione np. średnią arytmetyczną, lecz usunięte parami.

Ze względu na niewielką skalę wartości skrajnych (odstających), zrezygnowano z ich wyłączenia z próby badawczej, co stanowiło poniekąd o wyborze współczynnika korelacji rang zamiast współczynnika korelacji Pearsona, który może dawać nieistotne wyniki ze względu na liczne obserwacje odstające. Szczegółne znaczenie ma to przy mniej licznych próbach (30 spółek). Przy badaniu związków korelacyjnych między wybranymi kategoriami przyjęto następujące założenia:

² Podobne podejście znajduje wyraz w analizie finansowej, w której bada się sprawozdanie jednostkowe spółki, a nie grupy kapitałowej. Przykładowo, w przypadku oceny płynności finansowej grupy kapitałowej badanie sprawozdania skonsolidowanego nie odzwierciedla w pełni rzeczywistej sytuacji. Z faktu posiadania kontroli jednostki dominującej nad jednostką podporządkowaną nie wynika fakt posiadania aktywów bieżących, wobec czego trudno mówić o stopniu płynności finansowej jednostki dominującej.

³ Ze względu na niezbyt liczną próbę (8 lat obserwacji dla 30 spółek), nie zastosowano analizy danych panelowych. Przy analizie regresji wybrano takie rozwiązanie, że dane dotyczące określonej spółki w jednym okresie obrachunkowym potraktowano jako jedną obserwację danej zmiennej. Łącznie wyodrębniono 240 możliwych obserwacji.

- jeżeli współczynnik korelacji jest mniejszy niż 0,2 – to nie ma związku między badanymi zmiennymi;
- z przedziału < 0,2–0,4) – to zależność jest wyraźna, ale niska;
- z przedziału < 0,4–0,7) – zależność umiarkowana;
- z przedziału < 0,7–0,9) – zależność znacząca;
- równy bądź większy niż 0,9 – zależność bardzo silna.

Trzecia część stanowiła wiodący wymiar badań empirycznych, zorientowany na wykorzystanie analizy regresji i czterech modeli jednorównaniowych (M1–M4), w dwóch wersjach (A i B), tzn. wpływu wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto w okresie t na mierniki rynkowe w okresie t oraz $t+1$ (zob. tab. 1).

Tabela 1. Wersje analityczne modeli

Wersja modelu	Równanie
M1A	$CAP_t = \alpha_{0M1A} + \alpha_{1M1A} \times NI_t + \alpha_{2M1A} \times DNeg_NI_t + \alpha_{3M1A} \times A_t + \mu$
M2A	$CAP_t = \alpha_{0M2A} + \alpha_{1M2A} \times CI_t + \alpha_{2M2A} \times DNeg_CI_t + \alpha_{3M2A} \times A_t + \mu$
M3A	$MV/BV_t = \alpha_{0M3A} + \alpha_{1M3A} \times NI_t + \alpha_{2M3A} \times DNeg_NI_t + \alpha_{3M3A} \times A_t + \mu$
M4A	$MV/BV_t = \alpha_{0M4A} + \alpha_{1M4A} \times CI_t + \alpha_{2M4A} \times DNeg_CI_t + \alpha_{3M4A} \times A_t + \mu$
M1B	$CAP_{t+1} = \alpha_{0M1B} + \alpha_{1M1B} \times NI_t + \alpha_{2M1B} \times DNeg_NI_t + \alpha_{3M1B} \times A_t + \mu$
M2B	$CAP_{t+1} = \alpha_{0M2B} + \alpha_{1M2B} \times CI_t + \alpha_{2M2B} \times DNeg_CI_t + \alpha_{3M2B} \times A_t + \mu$
M3B	$MV/BV_{t+1} = \alpha_{0M3B} + \alpha_{1M3B} \times NI_t + \alpha_{2M3B} \times DNeg_NI_t + \alpha_{3M3B} \times A_t + \mu$
M4B	$MV/BV_{t+1} = \alpha_{0M4B} + \alpha_{1M4B} \times CI_t + \alpha_{2M4B} \times DNeg_CI_t + \alpha_{3M4B} \times A_t + \mu$

Uwaga: przy konstruowaniu modeli zastosowano logarytm naturalny wartości bezwzględnych kapitalizacji giełdowej i aktywów całkowitych.

Oznaczenia:

NI – wynik finansowy netto,

CI – wynik całkowity,

A – aktywa całkowite,

CAP – wartość kapitalizacji giełdowej (wartości rynkowej),

MV/BV – współczynnik wartości rynkowej do wartości księgowej,

$DNeg_NI$ – zmienna kontrolna (zerojedynkowa), przyjmująca wartość 1 w przypadku ujemnego wyniku finansowego netto oraz wartość zero w przypadku dodatniego wyniku finansowego netto,

$DNeg_CI$ – zmienna kontrolna (zerojedynkowa), przyjmująca wartość 1 w przypadku ujemnego wyniku całkowitego oraz wartość zero w przypadku dodatniego wyniku całkowitego.

Źródło: opracowanie własne.

Mając na uwadze fakt, iż zyskowość przedsiębiorstwa kojarzona jest z produktywnością określonych nakładów (np. aktywów) i określa skalę wygenerowanych z nich zysków, użyte w powyższych modelach wartości poszczególnych wyników finansowych, czyli zarówno wyniku finansowego netto, jak i wyniku całkowitego, zostały skalirowane wielkością majątku całkowitego danej spółki. Tego rodzaju podejście znajduje

swoje uzasadnienie w wykluczeniu możliwego wpływu skali prowadzonej działalności na wyniki finansowe jednostki (Bratten i in., 2016, s. 290). W szczególności ma to znacznie przy spółkach z indeksu WIG30, które przynależą do różnych branż (sektorów).

W przedstawionych modelach uwzględniono także czasową asymetrię między okresami korzystnymi dla spółki (zysków) oraz niekorzystnymi (strat), które kojarzone są z tzw. konserwatyzmem warunkowym (*conditional conservatism*) (Basu, 1997, s. 3–37), wprowadzając dwie zmienne kontrolne (zero-jedynkowe). Jedna z nich dotyczyła wyniku finansowego netto, druga zaś wyniku całkowitego i przyjmowała wartość 1 w przypadku straty oraz wartość zero w przypadku zysku.

4. Wyniki badań empirycznych

Na podstawie zaprezentowanych w tabeli 2 wyników badań empirycznych analizowanych spółek giełdowych, stwierdzić należy, iż w badanym okresie średnie wartości wyników finansowych netto wynosiły 854,8 mln zł, przy wyraźnym zróżnicowaniu od –4672,0 do 11 366,3 mln zł i medianie wynoszącej 425,7 mln zł.

Tabela 2. Statystyki opisowe kluczowych zmiennych

Specyfikacja	<i>NI</i> (w mln zł)	<i>CI</i> (w mln zł)	<i>CAP</i> (w mln zł)	<i>MV/BV</i>
Średnia arytmetyczna	854,8	875,9	14358,7	2,5
Odchylenie standardowe	1521,4	1587,2	13968,4	2,8
Odchylenie ćwiartkowe	643,8	732,1	9000,2	0,8
Minimum	–4672,0	–6217,0	36,6	0,0
Mediana	425,7	451,6	7946,0	1,6
Maksimum	11366,3	11658,1	54187,5	14,8
Współczynnik zmienności dla odchylenia standardowego (w %)	178,0	181,2	97,3	110,8
Współczynnik zmienności dla odchylenia ćwiartkowego (w %)	151,2	162,1	113,3	49,8

Źródło: obliczenia własne.

Zgodnie z teoretycznymi założeniami, wyniki całkowite okazały się bardziej zmienne aniżeli wyniki finansowe netto, o czym świadczą ich wartości minimalne i maksymalne (od –6217,0 do 11 658,1 mln zł), odchylenie standardowe i ćwiartkowe, wynoszące odpowiednio 1587,2 mln zł oraz 732,1 mln zł, jak również odpowiadające im współczynniki zmienności (181,2% oraz 162,1%). W odniesieniu do kapitalizacji giełdowej zanotowano także znaczące różnice w badanym okresie, gdyż odchylenie standardowe wyniosło 13 968,4 mln zł, odchylenie ćwiartkowe 9000,2 mln zł, zaś współczynniki

zmienności – odpowiednio 97,3% i 113,3%. Wskaźniki wartości rynkowej do wartości księgowej wyniosły średnio 2,54 i mieściły się w przedziale od 0 do 14,77, przy medianie wynoszącej 1,56, odchyleniu standardowym i ćwiartkowym w wysokości odpowiednio 2,81 i 0,8 oraz współczynnikach zmienności dla tych odchyżeń na poziomie 110,8% i 49,8%.

Obliczone współczynniki korelacji rang Spearmana świadczą o istnieniu pozytywnego charakteru zależności między wartościami wyników finansowych netto i wyników całkowitych w danym okresie sprawozdawczym a wartością kapitalizacji giełdowej badanych spółek w danym okresie oraz w okresie następnym (zob. tab. 3).

Tabela 3. Macierz korelacji między badanymi zmiennymi

Specyfikacja	NI_t	CI_t	CAP_t	MV/BV_t	CAP_{t+1}	MV/BV_{t+1}
NI_t	1,000	0,987*	0,797*	-0,006	0,795*	-0,040
CI_t		1,000	0,793*	0,001	0,799*	-0,041
CAP_t			1,000	0,122	0,955*	0,038
MV/BV_t				1,000	0,134	0,907*
CAP_{t+1}					1,000	0,149*
MV/BV_{t+1}						1,000

* Statystyczna istotność na poziomie 0,05.

Źródło: obliczenia własne.

Warto dodać, że w pierwszym przypadku odnotowano nieznaczną przewagę wyników netto nad wynikami całkowitymi, a w drugim wręcz odwrotnie. Co ważne, analizowane zależności w obydwu przypadkach okazały się istotne statystycznie. Mając z kolei na uwadze zależności między generowanymi wynikami finansowymi a wskaźnikami wartości rynkowej do wartości księgowej, nie można jednoznacznie wskazać na istotnie statystyczne i jednoznaczne relacje (zob. tab. 4). Obliczone bowiem współczynniki korelacji miały niewielkie wartości (bliskie 0), różne znaki (dodatnie i ujemne), a co ważne okazały się nieistotnie statystyczne.

Poddając analizie regresji wartość kapitalizacji giełdowej oraz wskaźników wartości rynkowej do wartości księgowej z wykorzystaniem zmiennych użytych w jednorównaniowych modelach, należy przede wszystkim zwrócić uwagę na kierunki oddziaływania zmiennych egzogenicznych na zmienną endogeniczną. Z tego punktu widzenia te kierunki wpływu okazały się zróżnicowane (zob. tab. 4).

Na podstawie wyników badań empirycznych wskazać można, iż zarówno wyniki finansowe netto, jak i wyniki całkowite miały jednoznacznie pozytywny wpływ na wartość kapitalizacji giełdowej, zarówno w danym okresie, jak i w okresie następnym. W owym wpływie, w pierwszym przypadku odnotowano nieznaczną przewagę kategorii wyniku finansowego netto, zaś w drugim wyniku całkowitego. Należy podkreślić, iż parametry stojące przy tych zmiennych okazały się istotne statystycznie. W przypadku

modeli, w których zmienną endogeniczną była relacja wartości księgowej do wartości rynkowej, wartości parametrów były ujemne, ale nieistotnie statystycznie, więc nie można jednoznacznie stwierdzić negatywnego wpływu wyników finansowych (netto bądź całkowitych) na opcję wzrostu badanych spółek giełdowych.

Tabela 4. Wyniki estymacji modeli M1A–M4B

Wersja modelu	Zmienna endogeniczna	Zmienne egzogeniczne	Wartości parametrów	Statystyka t	p – poziom krytyczny	Współczynnik determinacji R^2
M1A	<i>CAP_t</i>	<i>NI_t</i>	3,283	5,132	0,000	0,72
		<i>DNeg_NI_t</i>	-0,401	-2,181	0,030	
<i>A_t</i>		0,615	20,695	0,000		
M2A		<i>CI_t</i>	3,155	4,924	0,000	
		<i>DNeg_CI_t</i>	-0,428	-2,303	0,022	
		<i>A_t</i>	0,613	20,561	0,000	
M3A	<i>MV/BV_t</i>	<i>NI_t</i>	-0,810	-0,368	0,713	0,33
		<i>DNeg_NI_t</i>	-2,059	-3,256	0,001	
<i>A_t</i>		-0,945	-9,236	0,000		
M4A		<i>CI_t</i>	-0,837	-0,380	0,705	
		<i>DNeg_CI_t</i>	-2,071	-3,240	0,001	
		<i>A_t</i>	-0,945	-9,222	0,000	
M1B	<i>CAP_{t+1}</i>	<i>NI_t</i>	3,321	4,982	0,000	0,69
		<i>DNeg_NI_t</i>	-0,362	-1,783	0,076	
<i>A_t</i>		0,557	17,905	0,000		
M2B		<i>CI_t</i>	3,275	4,878	0,000	
		<i>DNeg_CI_t</i>	-0,342	-1,656	0,099	
		<i>A_t</i>	0,558	17,803	0,000	
M3B	<i>MV/BV_{t+1}</i>	<i>NI_t</i>	-0,332	-0,147	0,883	0,35
		<i>DNeg_NI_t</i>	-2,606	-3,799	0,000	
<i>A_t</i>		-0,932	-8,861	0,000		
M4B		<i>CI_t</i>	-0,417	-0,184	0,854	
		<i>DNeg_CI_t</i>	-2,620	-3,764	0,000	
		<i>A_t</i>	-0,934	-8,847	0,000	

Uwaga: w tabeli czcionką półgrubą wyróżniono istotne statystycznie wartości współczynników na poziomie istotności 0,05.

Źródło: obliczenia własne.

Mając na uwadze wpływ dodatkowych zmiennych kontrolnych na zmienne endogeniczne, warto podkreślić ich różny charakter oddziaływania. Oszacowane wartości zmiennej aktywów całkowitych wskazywały na pozytywny wpływ na wartość kapitalizacji giełdowej, odmiennie niż w przypadku wskaźników wartości rynkowej do wartości księgowej. Co ważne, parametry stojące przy tej zmiennej były w każdym przypadku istotne statystycznie. Natomiast kierunki oddziaływania zmiennych zerojedynkowych na zmienne objaśniane były ujemne, lecz przy założonym poziomie istotności 0,05 nie we wszystkich przypadkach okazały się istotne statystycznie.

Podsumowanie

Podjęcie komparatywnej oceny zależności wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto z wybranymi parametrami rynkowymi polskich spółek giełdowych służyć może wyjaśnieniu i wytłumaczeniu, w warunkach obowiązywania i respektowania krajowych i międzynarodowych zasad rachunkowości, podobieństw lub różnic w stosowanych strategiach gospodarowania kapitałem własnym dla wzrostu wartości dla akcjonariuszy. Dodatkowo, funkcjonujący w Polsce model nadzoru korporacyjnego – model zamknięty, charakteryzujący się dużą koncentracją własności, gdzie akcjonariat w dużej mierze jest zinstytucjonalizowany, może wymuszać na zarządzających spółką realizację określonych strategii gospodarowania kapitałem własnym. Strategie te winny być zorientowane na maksymalizację oczekiwanych wyników finansowych (netto lub całkowitych), które w dalszej mierze będą odzwierciedlać przyszłe korzyści kapitałowe i dywidendowe akcjonariuszy.

Zaprezentowane w opracowaniu rezultaty dotychczasowych dociekań teoretycznych i wyników badań empirycznych nad istotą i znaczeniem koncepcji wyniku całkowitego w kształtowaniu wartości rynkowej wskazują na szereg sił i słabości tej kategorii w opozycji do koncepcji bieżącego wyniku operacyjnego. Trudno więc jednoznacznie wskazać większą siłę predykcyjną wyniku całkowitego w kształtowaniu przyszłych oczekiwanych stóp zwrotu dla jego właścicieli, a także ocenić stopień przydatności tej kategorii w podejmowaniu decyzji przez beneficjentów sprawozdań finansowych. Wnikliwa analiza stałości i charakteru zmian wyników całkowitych ze względu na siłę bądź słabość wartości predykcyjnej tej kategorii, rozumianej jako stopień niepewności prognozowania przyszłych korzyści dla akcjonariuszy, powinna być jednak źródłem zainteresowania użytkowników sprawozdań z wyniku całkowitego. Podawanie do publicznej wiadomości wartości zrealizowanego wyniku całkowitego oraz zmian wartości jego komponentów, wraz ze zmianami wartości i struktury kapitału własnego, może być ważną determinantą trafniejszego przewidywania przez nich przyszłych wyników finansowych spółek.

Na podstawie przeprowadzonych na potrzeby niniejszego artykułu badań empirycznych, dotyczących spółek z indeksu WIG30, nie można także wskazać na słuszność argumentów przemawiających za wykorzystywaniem wyniku całkowitego w ocenie

korzyści kapitałowych akcjonariuszy. Obliczone miary statystyczne potwierdzają po pierwsze występowanie większej zmienności wartości generowanych wyników całkowitych aniżeli wyników finansowych netto, po drugie zróżnicowanych zależności między tymi wynikami a miernikami rynkowymi badanych spółek giełdowych. Analiza korelacji oraz regresji wielorakiej między wartością wyników finansowych netto i wyników całkowitych a wartością bieżącej i przyszłej kapitalizacji giełdowej wskazała na istnienie pozytywnych zależności między tymi kategoriami, lecz nie odnotowano jednoznacznej przewagi istotności jednej kategorii nad drugą. W przypadku bieżącej i przyszłej relacji między wartością rynkową i wartością księgową badanych spółek nie zaobserwowano istotnie statystycznych związków. Tym samym nie można jednoznacznie potwierdzić słuszności stawianej hipotezy badawczej.

Warto zaznaczyć, iż ze względu na niezbyt liczną próbę badawczą zaprezentowane wyniki badań nie mogą pretendować jeszcze do miana zgeneralizowanych refleksji i wniosków naukowych, ale można je traktować jako przyczynek naukowy do dalszych studiów teoretycznych oraz badań empirycznych nad siłą wpływu wyników całkowitych na kształtowanie bieżącej i przyszłej wartości na rynku. Wykorzystanie szerszego zakresu badań ilościowych, być może łącznie z wynikami badań jakościowych, posłużyć może kompleksowej ocenie przydatności wyniku całkowitego na polskim rynku kapitałowym.

Literatura

- Barton J., Hansen T.B., Pownall G. (2010), *Which Performance Measures do Investors Around the World Value the Most – and Why*, „Accounting Review”, 85 (3), s. 753–789.
- Basu S. (1997), *The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings*, „Journal of Accounting and Economics”, 24 (1), s. 3–37.
- Bek-Gaik B. (2013), *Sprawozdawczy wymiar rachunku wyników w warunkach globalnego rynku*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Black F. (1993), *Choosing Accounting Rules*, „Accounting Horizons”, 7 (4), s. 1–17.
- Bratten B., Causholli M., Khan U. (2016), *Usefulness of Fair Values for Predicting Banks' Future Earnings: Evidence from Other Comprehensive Income and its Components*, „Review of Accounting Studies”, 21 (1), p. 280–315.
- Buk H. (2013), *Zróżnicowana informacja o dochodach spółki w zależności od stosowanych standardów sprawozdawczości finansowej*, „Acta Universitatis Lodziensis”. Folia Oeconomica, 278, s. 7–17.
- Cahan S.F., Courtenay S.M., Gronnewoller P.L., Upton D.R. (2000), *Value Relevance of Mandated Comprehensive Income Disclosures*, „Journal of Business Finance & Accounting”, 27 (9/10), s. 1273–1301.
- Chambers D., Linsmeier T.J., Shakespeare C., Sougiannis T. (2007), *An Evaluation of SFAS 130 Comprehensive Income Disclosures*, „Review of Accounting Studies”, 12, s. 557–593.
- Collins D., Maydew E., Weiss I. (1997), *Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years*, „Journal of Accounting and Economics”, 24 (1), s. 39–67.
- Dastgir M. (2008), *Comprehensive Income and Net Income as Measures of Firm Performance: Some Evidence for Scale Effect*, „European Journal of Economics. Finance and Administrative Sciences”, 12, s. 123–133.
- Dastgir M., Velashani A.S. (2008), *Comprehensive Income and Net Income as Measures of Firm Performance: Some Evidence for Scale Effect*, „European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences”, 12, s. 123–133.

- Dhaliwal D., Subramanyam K.R., Trezevant R. (1999), *Is Comprehensive Income Superior to Net Income as a Measure of Firm Performance?*, „Journal of Accounting and Economics”, 26, s. 1027–1047.
- Emerling I. (2014), *Rachunek zysków i strat w świetle rozwiązań międzynarodowych*, „Studia Ekonomiczne. Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach”, 190, s. 42–52.
- Feltham J., Ohlson J.A. (1995), *Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities*, „Contemporary Accounting Research”, 11, s. 689–731.
- Ferraro O. (2011), *Comprehensive Income in Italy: Reporting Preferences and Its Effects on Performance Indicators*, „Journal of Modern Accounting and Auditing”, 7, s. 1315–1328.
- Frendzel M. (2012), *Zyski i straty kapitałowe i ich prezentacja przez spółki notowane na Gieldzie Papierów Wartościowych w Londynie*, „Acta Universitatis Lodziensis”. Folia Oeconomica, 263, s. 89–108.
- Gad J. (2017), *Forma sprawozdania z wyniku całościowego — perspektywa polskiego i niemieckiego rynku kapitałowego*, „Przegląd Organizacji”, 5, s. 44–52.
- Gierusz J. (2009), *Sprawozdanie finansowe według projektu IASB i FASB a wyzwania współczesnej rachunkowości*, [w:] H. Buk, A.M. Kostur (red.), *Zintegrowany system pomiarów dokonanych w rachunkowości*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice, s. 115–124.
- Gierusz J. (2013), *Postulowana forma ujawnień w sprawozdaniu z całkowitych dochodów*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, 314, s. 31–44.
- Goncharov I., Hodgson A. (2011), *Measuring and Reporting Income in Europe*, „Journal of International Accounting Research”, 10 (1), s. 27–59.
- Grabińska B., Grabiński K. (2012), *Propozycja interpretacji podstawowych pozycji sprawozdania z zysku całkowitego sporządzonego zgodnie z MSR 1*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie”, 13, s. 299–308.
- Hendriksen E., van Breda M. (2002), *Teoria rachunkowości*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Hirst D.E., Hopkins P.E. (2007), *Comprehensive Income Disclosure and Analysts' Valuation Judgements*, „Journal of Accounting Research”, 36 (3), s. 47–75.
- Jones D.A., Smith K.J. (2011), *Comparing the Value Relevance, Predictive Value, and Persistence of Other Comprehensive Income and Special Items*, „The Accounting Review”, 86 (6), s. 2047–2073.
- Kanagaretman K., Mathieu R., Shehata M. (2009), *Usefulness of Comprehensive Income Reporting in Canada*, „Journal of Accounting and Public Policy”, 28 (4), s. 349–365.
- Keating M. (1999), *An Analysis of the Value of Reporting Comprehensive Income*, „Journal of Accounting Education”, 17, s. 333–339.
- Kvaal E., Nobes C.W. (2010), *International Differences in IFRS Policy Choice: A Research Note*, „Accounting and Business Research”, 40, s. 173–187.
- Landsman W., Maydew E. (2002), *Has the information content of quarterly earnings announcements declined in the past three decades?* „Journal of Accounting Research”, 40 (3), s. 797–808.
- Le Manh-Béna A. (2009), *Is Comprehensive Income Required by IAS 1 Relevant for Users? A Review of the Literature*, ESCP Europe Working Paper, <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00494511> (dostęp 01.03.2018).
- Littleton A. (1940), *The integration of income and surplus statements*, „Journal of Accountancy”, January, s. 30–40.
- Louis H. (2003), *The Value Relevance of the Foreign Translation Adjustment*, „Accounting Review”, 78 (4), s. 1027–1047.
- Marcinkowska M. (2003), *Istota wyniku całościowego i jego ujmowanie w sprawozdawczości finansowej*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, 17 (33), s. 89–109.
- Marcinkowska M. (2007), *Ocena działalności instytucji finansowych*, Wydawnictwo Difin, Warszawa.
- May G. (1937), *Eating Peas With Your Knife*, „Journal of Accountancy”, January, s. 15–22.
- MSSF/MSR (2011), IFRS Foundation, *Stowarzyszenie Księgowych w Polsce*, Warszawa.
- Newberry S. (2003), *Reporting Performance: Comprehensive Income and its Components*, „ABACUS”, 39 (3), s. 325–339.
- O'Hanlon J. (2000), *Discussion of Value Relevance of Mandated Comprehensive Income Disclosures*, „Journal of Business Finance and Accounting”, 27 (9), s. 459–482.

- O'Hanlon J., Pope P. (1999), *The Value-relevance of UK Dirty Surplus Accounting Flows*, „British Accounting Review”, 31 (4), s. 459–482.
- Ohlson J.A. (1995), *Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation*, „Contemporary Accounting Research”, 11, s. 161–182.
- Pascan I. (2010), *A New Measure of Financial Performance: The Comprehensive Income – Opinions and Debates*, 2nd World Multiconference on Applied Economics, Business And Development, May 3–6, 2010, Kantaoui, Sousse, Tunisia.
- Paton W. (1934), *Shortcomings of Present-day Financial Statements*, „Journal of Accountancy”, February, s. 108–132.
- Paton W.A., Littleton A.C. (1940), *An Introduction to Corporate Accounting Standards*, American Accounting Association, Chicago, IL.
- Pieloch-Babiarz A., Sajnog A. (2016), *Analiza fundamentalna. Standing finansowy i wycena przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Pronobis P., Zülch H. (2010), *The Predictive Power of Comprehensive Income and Its Individual Components under IFRS*, Leipzig School of Management, Leipzig.
- Ramond O., Casta J.F., Lin S. (2007), *Value Relevance of Comprehensive Income: Evidence from Major European Capital Markets*, European Accounting Association, Lisbon.
- Rees L.L., Shane P.B. (2012), *Academic Research and Standard-setting: The Case of Other Comprehensive Income*, „Accounting Horizons”, 26 (4), s. 789–815.
- Saghrroun J. (2003), *Le résultat comptable: conception par les normalisateurs et perception par les analystes financiers*, „Comptabilité-Contrôle-Audit”, 9 (2), s. 81–108.
- Sajnog A. (2017), *Porównywalność i istotność pozostałego wyniku całkowitego w sprawozdaniach finansowych banków*, „Przegląd Organizacji”, 7, s. 51–58.
- Skoczylas W. (2007), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa.
- Szycha A. (2010), *Pomiar i prezentowanie wyniku całościowego spółki kapitałowej w sprawozdaniu finansowym*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, 59 (115), s. 117–141.
- Szycha A. (2012), *Dochoły całkowite w sprawozdaniach finansowych największych spółek notowanych na GPW w Warszawie*, „Acta Universitatis Lodzianis”. Folia Oeconomica, 263, s. 65–88.
- Szycha A., de la Rosa D. (2012), *Comprehensive Income Presentation under IAS 1: The Reporting Practices of the Largest Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, 68 (124), s. 121–145.
- Yen A.C., Hirst D.E., Hopkins P.E. (2007), *A Content Analysis of the Comprehensive Income Exposure Draft Comment Letters*, „Research in Accounting Regulation”, 19, s. 53–79.
- Walińska E. (2009), *Bilans jako fundament sprawozdawczości finansowej*, Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Walińska E. (2013), *Przychody rozliczane w czasie w świetle koncepcji wyniku całościowego*, [w:] A. Karmańska (red.), *Nauka o rachunkowości na progu gospodarki opartej na wiedzy*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa, s. 647–662.
- Walińska E., Jurewicz A. (2011), *Ewolucja sprawozdania finansowego w wymiarze międzynarodowym*, [w:] E. Walińska (red.), *Sprawozdanie finansowe według MSSF. Zasady prezentacji i ujawniania informacji*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Wójtowicz P. (2009), *Czy wynik całościowy jest potrzebny rynkowi kapitałowemu?*, [w:] I. Sobańska, T. Wnuk-Pel (red.), *Rachunkowość w procesie tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź, s. 155–165.