

**Hanna Sikacz**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

## **RENTOWNOŚĆ JEDNOSTEK POWIĄZANYCH W GRUPACH KAPITAŁOWYCH**

### **1. Wstęp**

Przedmiotem opracowania są zagadnienia związane z kształtowaniem się rentowności przedsiębiorstw wchodzących w skład grupy kapitałowej oraz rentowności grupy obliczonej na podstawie wartości skonsolidowanych. Porównanie wyników uzyskanych przez jednostki dominujące oraz jednostki podporządkowane, a także wyników skonsolidowanych w obszarze efektywności gospodarowania wydaje się zagadnieniem niezwykle interesującym poznawczo i praktycznie. Z tego względu główną podstawą grupowania na potrzeby badań będzie rodzaj jednostki powiązanej w grupie kapitałowej. W wyniku przyjęcia takiego kryterium wyodrębniono dwa zasadnicze podzbiory:

I – jednostki dominujące, którymi są spółki handlowe sprawujące kontrolę lub współkontrolę nad inną jednostką,

II – jednostki zależne, którymi są spółki handlowe kontrolowane przez jednostkę dominującą.

W badaniach uwzględniono również wyniki skonsolidowane<sup>1</sup>, które odnoszą się do grupy kapitałowej traktowanej jako wyodrębniony, postrzegany całościowo, pojedynczy organizm gospodarczy.

Poniższy materiał jest fragmentem badań i dotyczy kształtowania się poziomu wskaźników rentowności netto sprzedaży, rentowności sprzedaży, rentowności aktywów oraz kapitałów własnych jednostek wchodzących w skład grupy kapitałowej. W artykule pominięto inne obszary analizy wskaźnikowej, takie jak płynność finansowa, zadłużenie i zdolność do obsługi długu, sprawność działania oraz rynkowa wartość akcji i kapitału. Tematy te są przedmiotem innych publikacji.

---

<sup>1</sup> Sprawozdania skonsolidowane są rezultatem konsolidacji, tzn. łączenia sprawozdań finansowych jednostek tworzących grupę kapitałową poprzez sumowanie odpowiednich pozycji i sprawozdań tych jednostek z uwzględnieniem niezbędnych wyłączeń i korekt.

## 2. Metoda badań

Informacje niezbędne do obliczeń pozyskano z bazy sprawozdań finansowych<sup>2</sup> zawierającej informacje finansowe publikowane w Monitorze Polskim „B” oraz składane do Krajowego Rejestru Sądowego, dotyczące grup kapitałowych i jednostek wchodzących w ich skład. Dokładna liczba obserwacji w poszczególnych latach i podzbiórach zawarta jest w tab. 1. Akcje jednostek dominujących badanych grup kapitałowych były notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w latach 2002-2005. Jednostki te prowadziły działalność w ramach budownictwa, przemysłu chemicznego, metalowego, elektromaszynowego, drzewnego i materiałów budowlanych.

Tabela 1. Próba badawcza

Rok	Liczba wyników skonsolidowanych	Liczba jednostek dominujących	Liczba jednostek zależnych
2005	30	38	91
2004	48	50	286
2003	48	50	291
2002	46	50	219

Źródło: opracowanie własne.

Z badań wyeliminowano jednostki podporządkowane, w których podmiot dominujący posiadał mniej niż 50% akcji (udziałów). W celu oczyszczenia próby usunięto z bazy także wartości uznane za nietypowe, do których zaliczono wartości większe o 3 odchylenia ćwiartkowe w stosunku do trzeciego kwartyła oraz mniejsze o więcej niż 3 odchylenia ćwiartkowe w stosunku do pierwszego kwartyła<sup>3</sup>.

Obliczenia i analizy przeprowadzono przy użyciu programów Excel i Statistica. Wskaźniki rentowności obliczono według formuł:

$$\text{wskaźnik rentowności netto sprzedaży} = \frac{\text{wynik finansowy netto} \times 100\%}{\text{przychody ogółem}}$$

$$\text{wskaźnik rentowności sprzedaży} = \frac{\text{wynik ze sprzedaży produktów oraz towarów i materiałów} \times 100\%}{\text{przychody netto ze sprzedaży produktów oraz materiałów i towarów}}$$

<sup>2</sup> Baza sprawozdań została opracowana przez Wywiadownię Gospodarczą InfoCredit.

<sup>3</sup> Usunięcie obserwacji „odstających” od pozostałych było możliwe po wyznaczeniu „pudełka z wąsami” (wykresu pudełkowego).

$$\text{wskaźnik rentowności aktywów} = \frac{\text{wynik finansowy netto} \times 100\%}{\text{aktywa}}$$

$$\text{wskaźnik rentowności kapitałów własnych} = \frac{\text{wynik finansowy netto} \times 100\%}{\text{kapitał własny}}$$

### 3. Omówienie wyników

W analizowanym okresie średnie wartości rentowności netto sprzedaży wzrosły we wszystkich przypadkach. Największy wzrost obserwowany jest w przypadku średnich, a także median wyników skonsolidowanych (tab. 2).

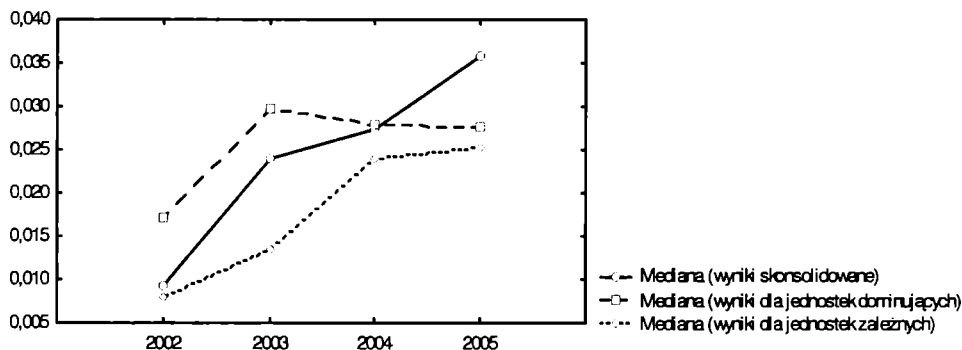
Tabela 2. Rentowność netto sprzedaży

Rok	Średnia	Mediana	Min.	Max	Dolny kwartyl	Górnny kwartyl	Rozstęp kwartyli	Odchylenie standardowe	Skośność	Kurtoza
	%									
Wyniki skonsolidowane										
2005	5,73	3,58	-13,02	23,31	0,04	10,49	10,45	8,47	0,34	0,01
2004	3,55	2,74	-15,51	17,71	0,85	6,34	5,49	6,37	-0,43	2,49
2003	2,67	2,39	-9,51	13,03	0,81	4,04	3,22	4,55	-0,25	1,12
2002	-0,59	0,92	-24,03	21,80	-3,66	2,44	6,10	7,58	-0,53	2,52
Wyniki jednostek dominujących										
2005	4,47	2,76	-12,86	27,00	0,37	9,35	8,98	7,66	1,07	2,42
2004	4,46	2,79	-10,08	27,29	0,81	7,37	6,57	6,81	1,03	2,46
2003	3,62	2,98	-10,78	12,39	1,41	5,72	4,31	3,97	-0,39	3,27
2002	0,36	1,71	-26,03	13,32	0,10	3,41	3,30	7,36	-2,11	5,99
Wyniki jednostek zależnych										
2005	4,14	2,53	-23,33	33,13	0,32	5,87	5,55	9,72	0,77	3,13
2004	3,98	2,41	-19,18	29,16	0,25	7,48	7,23	8,03	0,55	1,78
2003	1,21	1,33	-13,58	16,87	0,02	3,72	3,71	5,50	-0,41	1,45
2002	-0,45	0,79	-26,92	21,39	-3,10	3,30	6,40	8,35	-0,70	1,41

Źródło: opracowanie własne.

Ze względu na wyższe wartości wskaźników rentowności netto sprzedaży podzbioru I, sytuacja jednostek dominujących przedstawia się korzystniej niż jednostek zależnych. Obserwując jednak tendencje zmian median, należy zwrócić uwagę

na spadek tych wartości dla podzbioru I, podczas gdy w podzbiorze II wskaźnik ten systematycznie wzrasta w całym okresie analizy (rys. 1).



Rys. 1. Rentowność netto sprzedaży

Źródło: opracowanie własne.

W pierwszych trzech latach analizy mediany wskaźników rentowności netto sprzedaży, a także wskaźników rentowności sprzedaży jednostek dominujących są wyższe od median tych wskaźników obliczonych dla jednostek zależnych i grup kapitałowych.

Wartości środkowe rentowności sprzedaży są wyższe od median rentowności netto sprzedaży (tab. 3). Uwzględnienie w liczniku wskaźnika rentowności netto sprzedaży zysku netto powoduje, że przedmiotem oceny jest efektywność nie tylko działalności operacyjnej bezpośredniej i pośredniej, ale także operacji finansowych (m.in. poziom zadłużenia), zdarzeń nadzwyczajnych i polityki podatkowej. Poziom wskaźników rentowności, które uwzględniają wynik finansowy netto, jest wrażliwy m.in. na zmiany struktury źródeł finansowania oraz zależy od metody naliczania podatku dochodowego. Rentowność sprzedaży informuje natomiast o rentowności osiągniętej bezpośrednio z działalności podstawowej.

Z układu krzywych wynika, że w latach 2002-2004 wskaźnik obliczony dla wartości skonsolidowanych był zbliżony do rentowności sprzedaży obliczonej dla jednostek dominujących (rys. 2). W 2005 r. rentowność sprzedaży jednostek dominujących znacznie się zmniejszyła, podczas gdy w przypadku jednostek zależnych i wartości skonsolidowanych obserwuje się systematyczny wzrost, a tempa wzrostu tego wskaźnika są do siebie zbliżone.

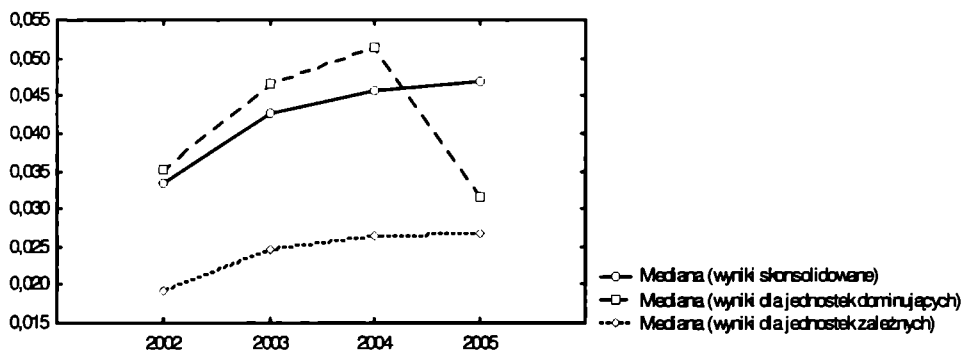
Rentowność aktywów jest miarą rentowności całego majątku i określa ogólną zdolność aktywów do generowania zysku w przedsiębiorstwie. Najwyższą efektywność wykorzystania wszystkich zasobów obserwujemy w ostatnim

roku analizy, a najniższą w pierwszym i obie te wartości dotyczą wyników skonsolidowanych (tab. 4).

Tabela 3. Rentowność sprzedaży

Rok	Średnia	Mediana	Min.	Max	Dolny kwartyl	Górny kwartyl	Rozstęp kwartyli	Odczylenie standardowe	Skośność	Kurtozja
	%									
Wyniki skonsolidowane										
2005	7,18	4,68	-6,16	28,23	1,83	12,36	10,53	8,64	1,08	0,73
2004	5,44	4,58	-6,06	23,82	1,80	8,93	7,13	6,43	0,71	1,11
2003	4,60	4,28	-14,43	26,73	2,03	6,66	4,63	7,25	0,15	2,34
2002	4,28	3,34	-11,24	22,52	1,92	6,41	4,48	5,53	0,54	3,42
Wyniki jednostek dominujących										
2005	3,75	3,15	-24,12	24,33	0,78	7,22	6,44	8,98	-0,65	3,10
2004	5,69	5,14	-18,30	23,47	1,56	9,74	8,18	7,37	-0,16	1,99
2003	5,50	4,67	-17,11	28,06	2,06	7,92	5,86	7,38	0,63	3,09
2002	3,14	3,50	-17,73	19,05	0,84	6,54	5,70	6,35	-0,76	2,34
Wyniki jednostek zależnych										
2005	2,91	2,67	-18,30	21,71	-0,32	6,04	6,36	6,36	0,26	2,55
2004	4,30	2,64	-24,59	33,99	0,22	7,03	6,80	9,27	0,64	1,97
2003	2,55	2,45	-20,70	27,65	-0,53	6,32	6,85	8,33	0,14	1,08
2002	2,01	1,93	-16,96	24,64	-1,12	4,71	5,83	7,48	0,36	1,72

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 2. Rentowność sprzedaży

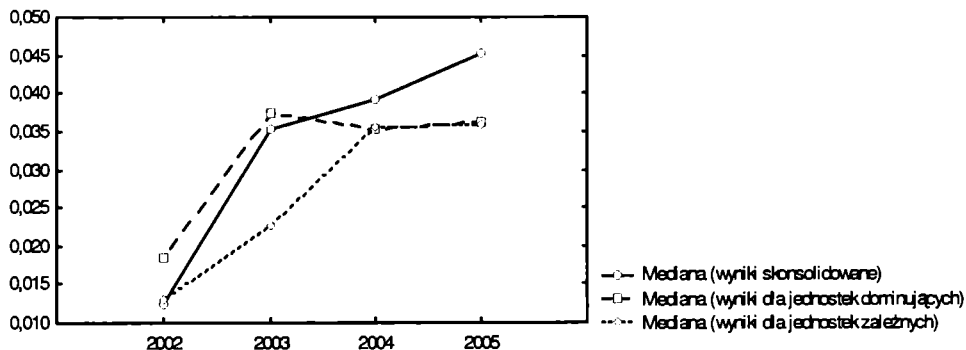
Źródło: opracowanie własne.

Tabela 4. Rentowność aktywów

Rok	Średnia	Mediana	Min.	Max	Dolny kwartył	Górny kwartył	Rozstęp kwartyli	Odchylenie standardowe	Skośność	Kurtoza
	%									
Wyniki skonsolidowane										
2005	5,96	4,51	-20,55	28,75	0,06	11,31	11,25	9,46	-0,08	1,75
2004	5,23	3,91	-13,18	23,90	2,01	8,74	6,73	6,90	0,24	1,37
2003	3,06	3,51	-15,63	17,71	0,88	5,97	5,09	6,14	-0,58	1,86
2002	-0,95	1,24	-29,80	16,76	-2,72	3,47	6,19	8,21	-1,31	2,80
Wyniki jednostek dominujących										
2005	5,77	3,62	-16,66	24,79	0,52	10,71	10,19	8,36	0,25	0,79
2004	4,95	3,53	-6,08	21,97	0,90	6,70	5,80	6,22	0,81	0,44
2003	3,83	3,74	-16,69	17,71	1,56	6,60	5,04	6,14	-0,97	3,62
2002	0,05	1,85	-20,06	13,23	-0,24	3,54	3,78	6,89	-1,30	1,98
Wyniki jednostek zależnych										
2005	3,63	3,59	-20,61	29,63	-0,52	8,34	8,86	10,15	0,32	0,76
2004	4,54	3,56	-22,24	30,71	0,58	8,28	7,70	7,93	0,28	1,53
2003	2,35	2,26	-18,35	22,57	0,14	5,66	5,53	7,13	-0,41	0,99
2002	-0,22	1,30	-31,11	30,60	-3,82	4,68	8,50	10,37	-0,74	1,42

Źródło: opracowanie własne.

Zmiany rentowności aktywów jednostek dominujących w latach 2003-2004 nie są znaczne (rys. 3).



Rys. 3. Rentowność aktywów

Źródło: opracowanie własne.

Rentowność kapitałów własnych odzwierciedla zdolność przedsiębiorstwa do wypracowania zysku netto z kapitału własnego. W przedstawionej postaci wskaźnik rentowności kapitału własnego ukazuje nie tylko efektywność kapitałów podstawowych, ale także kapitałów, które wnieśli właściciele w formie nadwyżki ze sprzedaży akcji powyżej ich wartości nominalnej, dopłat do kapitału czy też reinwestowanego zysku.

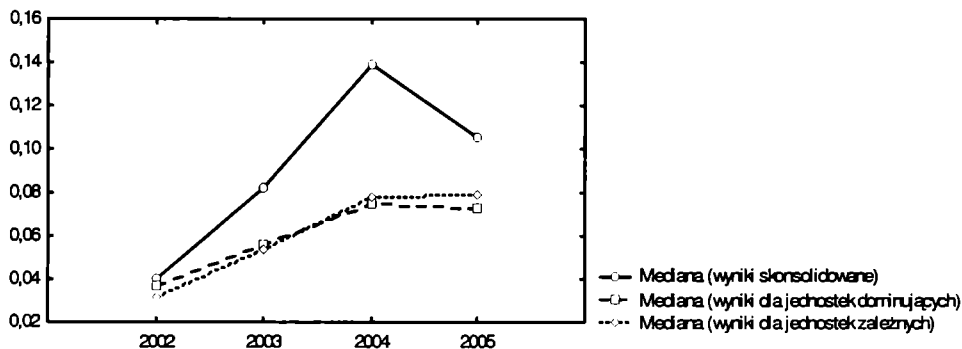
W porównaniu z innymi wskaźnikami rentowności, w przypadku rentowności kapitałów własnych występuje największe zróżnicowanie wyników poszczególnych przedsiębiorstw znajdujących się w podziorach. Wskazuje na to odchylenie standardowe jako bezwzględna miara zróżnicowania rozkładu cechy oraz rozstęp, który określa całkowitą zmienność wartości badanej cechy. Odchylenie standardowe i rozstęp mają wyższe wartości dla rentowności kapitałów własnych niż dla pozostałych wskaźników (tab. 5).

Tabela 5. Rentowność kapitałów własnych

Rok	Średnia	Mediana	Min.	Max	Dolny kwartył	Górnny kwartył	Rozstęp kwartyli	Odchylenie standardowe	Skośność	Kurtoza
	%									
Wyniki skonsolidowane										
2005	8,13	10,58	-54,39	38,45	0,23	19,90	19,67	18,95	-1,45	3,59
2004	12,10	13,85	-52,93	40,33	4,79	21,66	16,87	15,73	-1,47	5,63
2003	7,93	8,24	-41,32	67,05	2,30	13,38	11,08	18,27	0,13	2,64
2002	0,05	3,96	-52,28	29,55	-3,91	6,98	10,90	14,81	-1,46	3,41
Wyniki jednostek dominujących										
2005	9,85	7,30	-7,93	36,84	1,63	15,21	13,58	11,61	0,64	-0,40
2004	8,74	7,52	-44,46	59,09	2,26	15,18	12,92	16,94	0,13	2,85
2003	7,11	5,61	-46,23	62,67	1,87	12,03	10,16	16,73	-0,17	4,80
2002	-0,80	3,69	-53,09	20,73	0,14	6,63	6,49	15,19	-2,20	5,13
Wyniki jednostek zależnych										
2005	9,35	7,91	-57,14	69,12	0,23	21,83	21,60	21,44	-0,28	1,76
2004	10,64	7,75	-57,25	78,47	1,18	19,53	18,35	20,41	0,45	1,64
2003	7,03	5,37	-54,92	74,41	0,47	16,73	16,27	20,72	0,10	1,96
2002	3,44	3,20	-55,96	66,04	-2,80	14,43	17,23	21,17	-0,32	1,50

Źródło: opracowanie własne.

Rentowność kapitałów własnych jednostek dominujących i jednostek zależnych jest zbliżona do siebie. W 2004 r. wynik skonsolidowany był wyraźnie wyższy od pozostałych (rys. 4).



Rys. 4. Rentowność kapitałów własnych

Źródło: opracowanie własne.

## 4. Podsumowanie

Dokonując podsumowania oceny rentowności, należy zauważyć, że jednostki dominujące mają lepsze wartości tych wskaźników niż jednostki zależne. Większe zróżnicowanie obliczonych wartości występuje w przypadku wyników skonsolidowanych. Tendencje zmian w przypadku jednostek zależnych wykazują podobieństwo do tendencji występujących w grupach kapitałowych postrzeganych całościowo.

Jednostki dominujące osiągają lepszą rentowność netto sprzedaży oraz rentowność sprzedaży niż jednostki zależne, których wyniki są gorsze niż wyniki skonsolidowane. W zakresie rentowności aktywów jednostki dominujące i grupy kapitałowe, które tworzą, osiągają wyższą efektywność niż jednostki zależne. Rentowność kapitałów własnych grupy kapitałowej jest wyraźnie lepsza niż jednostek dominujących i zależnych.

## PROFITABILITY OF CAPITAL GROUP COMPANIES

### Summary

The article presents results of a research conducted within the area of profitability of companies belonging to capital groups. The research refers to capital groups whose dominant entities conduct their business activity within the field of construction industry, metal industry, electronic and machine industry, building materials industry, lumber industry and chemical industry, as well as those which were listed on the Warsaw Stock Exchange between 2002 and 2005. The conducted research works were aimed at establishing profitability of dominant entities and subordinated entities – two main subgroups selected in accordance with the type of capital group companies.