Zeszyty Naukowe
Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu
Nr 6(44)/2014

Piotr Szczepaniak
Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu

Cele właścicieli przedsiębiorstw z sektorów niefinansowych w Polsce w latach 2007-2012

Streszczenie. Artykuł poświęcony jest ocenie poziomu realizacji celów właścicieli przedsiębiorstw z sektorów niefinansowych w Polsce. Badania obejmują okres od 2007 do 2012 r., a więc ilustrują, czy i w jakim stopniu na stopień realizacji celów właścicieli wpłynął kryzys finansowy. Do oceny płynności i rentowności wykorzystano analizę wskaźnikową, natomiast wycenę wartości dokonano metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz zdyskontowanych zysków rezydualnych. Uzupełnieniem oceny był indeks tworzenia wartości, będący ilorazem wskaźnika rentowności kapitałów własnych i kosztu kapitału własnego.

Słowa kluczowe: cele właścicieli, płynność, rentowność, wartość, sektory niefinansowe

Wstęp

Zarządzanie finansami przedsiębiorstw odbywa się w trzech podstawowych obszarach:

– obszarze decyzji finansowych, dotyczących doboru źródeł finansowania majątku,

– obszarze decyzji inwestycyjnych, określających kierunki inwestowania lub przedmioty dywestycji,

– obszarze decyzji krótkoterminowych, zajmujących się aktywami obrotowymi i źródłami ich finansowania.

Efektem zarządzania finansami przedsiębiorstw powinna być maksymalizacja korzyści właścicieli, uwzględniająca akceptowany przez nich poziom ryzyka. Cele właścicieli można podzielić na krótkoterminowe i długoterminowe. Celami krótkoterminowymi są:

– maksymalizacja zysku i/lub rentowności,
– płynność finansowa warunkująca przetrwanie.

Celem długoterminowym jest maksymalizacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Ponieważ rentowność i płynność są kategoriami wzajemnie sprzecznymi, kunszt zarządzających powinien przejawiać się w odnajdywaniu kompromisu między maksymalizacją zysku a utrzymywaniem bezpiecznego poziomu płynności. Kolejny konflikt interesów dotyczyć może krótkoterminowej maksymalizacji korzyści i długoterminowej wartości przedsiębiorstwa. Zbyt wysoka konsumpcja zysków i tym samym niski poziom reinwestycji zysków w przedsiębiorstwie mogą być sygnałem dla otoczenia negatywnie wpływającym na jego wycenę.

Celem artykułu jest ocena stopnia realizacji wymienionych celów w sektorach niefinansowych w Polsce. Do oceny stopnia realizacji celów krótkoterminowych wykorzystana zostanie analiza wskaźnikowa, natomiast odchylenie standardowe posłuży do identyfikacji sektorów o największym i najmniejszym ryzyku finansowym. Wycena wartości poszczególnych sektorów dokonana zostanie z wykorzystaniem metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody zdyskontowanych zysków rezydualnych (DRI). Ponieważ badania obejmują lata 2007-2012, artykuł pokaże zależność badanych kategorii finansowych od cyklu koniunkturalnego.

1. Płynność finansowa

Wskaźnik płynności finansowej pierwszego stopnia lub wskaźnik natychmiastowej płynności (WNP), albo wskaźnik wypłacalności gotówkowej[1] w liczniku zawiera tylko te aktywa, których zdolność do regulowania zobowiązań jest natychmiastowa. Określa on zatem tę część zobowiązań, która może być uregulowana bez zwłoki, gdyby stały się one nagle wymagalne. Wartość normatywna dla tego wskaźnika to 0,2-0,3. Konstrukcję wskaźnika przedstawia wzór 1:

$$\text{WNP} = \text{środki pieniężne/zobowiązania bieżące.} \tag{1}$$

Wskaźnik płynności finansowej drugiego stopnia, określany również jako wskaźnik szybkiej płynności (WSP), zawiera w liczniku środki pieniężne, płynne papiery wartościowe oraz należności. Wskaźnik ten pokazuje stopień pokrycia zobowiązań krótkoterminowych aktywami o wysokim stopniu płynności. Wskaź-

[1] M. Hamrol, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Ujęcie sytuacyjne*, Wyd. AE w Poznaniu, Poznań 2004, s. 149.

Tabela 1. Wartości średnie wskaźników płynności w latach 2007-2012 w sektorach niefinansowych

Sektor	WBP	WSP	WNP
Budownictwo	1,2	1,0	0,3
Chemiczny	1,4	1,0	0,4
Deweloperski	**2,5**	0,8	0,6
Drzewny	1,1	**0,6**	**0,1**
Elektromaszynowy	1,5	1,1	0,2
Energetyka	1,4	1,1	0,6
Farmaceutyczny	1,2	0,9	0,2
Handel	1,2	0,7	0,2
Hotele i restauracje	0,9	0,9	0,5
Informatyka	1,6	1,5	0,5
Mat. budowlanych	1,6	1,1	0,4
Media	1,9	**1,6**	0,7
Metalowy	2,1	1,5	**0,8**
Motoryzacyjny	1,6	1,1	0,3
Paliwowy	1,4	0,7	0,2
Spożywczy	1,5	0,8	0,2
Telekomunikacja	**0,6**	**0,6**	0,3

Ź r ó d ł o: opracowanie własne na podstawie: www.rsg.pl [5.03.2013].

nik szybki wynoszący 1,0 uważany jest za zadowalający i pokazuje, że przedsiębiorstwo może szybko sprostać bieżącym zobowiązaniom. Konstrukcję tego wskaźnika przedstawia wzór 2:

WSP = płynne środki obrotowe/zobowiązania bieżące. (2)

Wskaźnik płynności finansowej trzeciego stopnia lub po prostu wskaźnik bieżącej płynności (WBP) zawiera w liczniku łączne aktywa obrotowe i informuje, ile razy pokrywają one bieżące zobowiązania. Zadowalający poziom wskaźnika płynności bieżącej mieści się w granicach 1,2-2,0, co oznacza, że zachowanie równowagi finansowej przedsiębiorstwa wymaga, aby wielkość aktywów bieżących była ok. dwukrotnie większa niż kwota bieżących zobowiązań[2]. Konstrukcję tego wskaźnika przedstawia wzór 3:

WBP = aktywa obrotowe/zobowiązania bieżące. (3)

Wartości średnie wskaźników płynności w sektorach niefinansowych z lat 2007-2012 prezentuje tabela 1.

[2] M. Sierpińska, T. Jachna, *Metody podejmowania decyzji finansowych, Analiza przykładów i przypadków*, WN PWN, Warszawa 2007, s. 81.

W 12 na 17 badanych sektorów średnia wartość wskaźnika bieżącej płynności zawierała się w dopuszczalnym przedziale 1,2-2,0. W sektorach deweloperskim i metalowym występowała nadpłynność, a średnie wartości wskaźnika niższe od dolnej granicy przedziału pojawiły się w sektorach: telekomunikacyjnym, hotelach i restauracjach oraz w sektorze drzewnym. Sektory: drzewny i telekomunikacyjny cechowały się również najniższą średnią wartością wskaźnika szybkiej płynności. Najwyższe średnie wartości tego wskaźnika odnotowały sektory: medialny, informatyczny i metalowy. Wskaźnik natychmiastowej płynności uzyskał optymalne wartości w sektorach: telekomunikacyjnym, spożywczym, paliwowym, motoryzacyjnym, handlowym, farmaceutycznym, elektromaszynowym i budowlanym. Najwyższy poziom nadpłynności gotówkowej cechował sektory: metalowy, medialny i energetyczny, natomiast najniższy poziom pokrycia zobowiązań bieżących środkami pieniężnymi występował w sektorze drzewnym.

Do oceny poziomu ryzyka w finansach stosuje się miary zmienności, czyli inaczej rozproszenia. Mierzą one stopień zróżnicowania jednostek zbiorowości pod względem badanej cechy. Jedną z najczęściej stosowanych miar zmienności jest odchylenie standardowe. Jest ono miarą rozproszenia i przyjmuje wartości nieujemne[3]. Informuje o tym, jakie jest przeciętne odchylenie możliwych wyników od wyniku oczekiwanego, którym może być np. wartość średnia[4]. Ryzyko płynności oznacza możliwość utraty płynności, jak również możliwość wystąpienia stanu nadpłynności, który również oceniany jest negatywnie. Rysunek 1 zawiera informację o odchyleniu standardowym wskaźnika szybkiej płynności poszczególnych sektorów od wartości średniej tego wskaźnika dla wszystkich sektorów.

Do oceny poziomu ryzyka płynności wybrano wskaźnik szybkiej płynności, ponieważ, jak wynika z badań przeprowadzonych przez Dariusza Wędzkiego, to wskaźnik szybkiej płynności (drugiego stopnia) cechuje najwyższa skuteczność w przewidywaniu upadłości przedsiębiorstw[5]. Jak wynika z rysunku 1, najwyższy poziom ryzyka płynności cechował sektory: metalowy, medialny i informatyczny, a najniższy sektory: materiałów budowlanych, chemiczny, budowlany i elektromaszynowy.

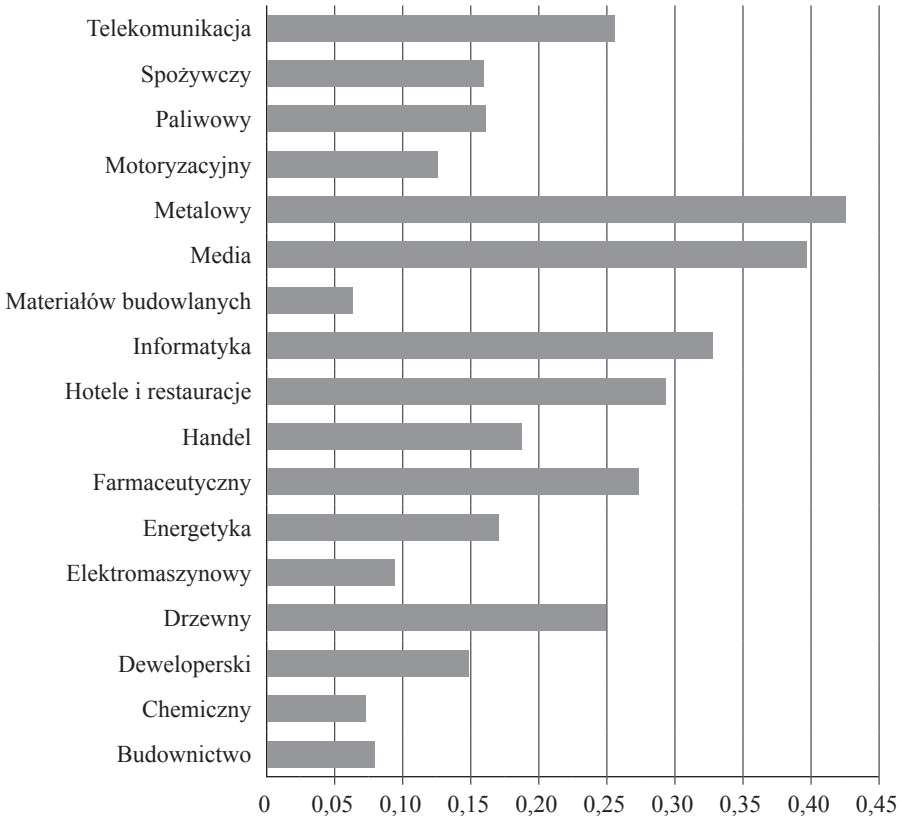
Rysunek 2 zawiera informację o wartościach średnich wskaźników płynności dla wszystkich sektorów niefinansowych w latach 2007-2012.

---

[3] T. Dudycz, *Analiza finansowa*. Wyd. AE Wrocław, Wrocław 1999, s. 85.

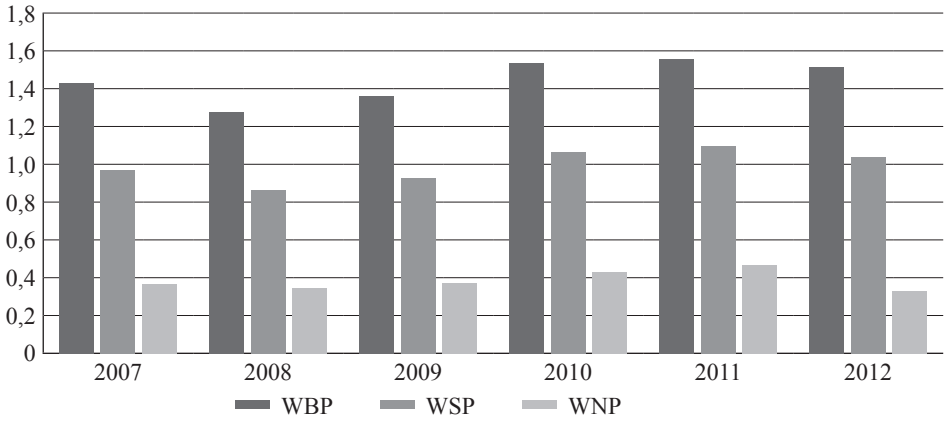
[4] S. Ostasiewicz, Z. Rusnak, U. Siedlecka, *Statystyka. Elementy teorii i zadania*, Wyd. AE we Wrocławiu, Wrocław 1997, s. 62.

[5] D. Wędzki, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa. Przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003, s. 284.



Rysunek 1. Odchylenie standardowe wskaźników szybkiej płynności

Ź r ó d ł o: opracowanie własne na podstawie: www.rsg.pl [5.03.2013].



Rysunek 2. Wartości średnie wskaźników płynności dla wszystkich sektorów niefinansowych

Ź r ó d ł o: opracowanie własne na podstawie: www.rsg.pl [5.03.2013].

Obserwując wartości średnie wskaźników płynności wyliczone dla wszystkich sektorów niefinansowych, można zauważyć ich silny związek z fazami cyklu koniunkturalnego. W latach najsilniejszej recesji (2008, 2009) wszystkie wskaźniki osiągają niższe wartości niż w okresach koniunktury.

2. Rentowność

Do pomiaru rentowności sprzedaży można wykorzystać wskaźnik rentowności sprzedaży (WRS), którego konstrukcję przedstawia wzór 4:

WRS = (zysk ze sprzedaży/ przychody ze sprzedaży) × 100. (4)

Wskaźnik ten informuje, jaką część przychodów ze sprzedaży stanowi zysk, czyli inaczej – jaka jest marża zysku na sprzedaży. Wskaźnik ten jest w dużej mierze zdeterminowany branżą lub charakterem prowadzonej działalności. Im wskaźnik jest wyższy, tym lepiej dla przedsiębiorstwa, ponieważ przychód ze sprzedaży wypracowuje większe zyski[6].

Do pomiaru rentowności finansowej wykorzystuje się najczęściej wskaźnik rentowności kapitałów własnych (WRKW). Konstrukcję tego wskaźnika zaprezentowano we wzorze 5:

WRKW = (zysk netto/średni stan kapitału własnego) × 100. (5)

Informuje on, ile czystego zysku netto wypracowuje każda umowna jednostka pieniężna zaangażowana przez właścicieli przedsiębiorstwa. Im wartość WRKW jest wyższa, tym korzystniejsza jest sytuacja finansowa przedsiębiorstwa, a konkretnie jego właścicieli[7].

Do pomiaru rentowności operacyjnej majątku wykorzystuje się wskaźnik, który jest relacją zysku operacyjnego (zysku przed spłatą odsetek od kapitałów obcych i przed opodatkowaniem) i kapitału całkowitego8. Wskaźnik rentowności operacyjnej majątku (WROM) ma postać jak we wzorze 6:

WROM = (zysk operacyjny/kapitał całkowity) × 100. (6)

WROM pokazuje właścicielom i wierzycielom (ponieważ zysk operacyjny zawiera w sobie niezapłacone odsetki od kapitałów obcych), ile zarabia ich kapitał zaangażowany w aktywa przedsiębiorstwa. Wartości średnie wskaźników rentowności w sektorach niefinansowych z lat 2007-2012 prezentuje tabela 2.

---

[6] D. Wędzki, *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, Wolters Kluwer, Kraków 2006, s. 501.

[7] B. Pomykalska, P. Pomykalski, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, WN PWN, Warszawa 2007, s. 95.

[8] Ibidem, s. 414.

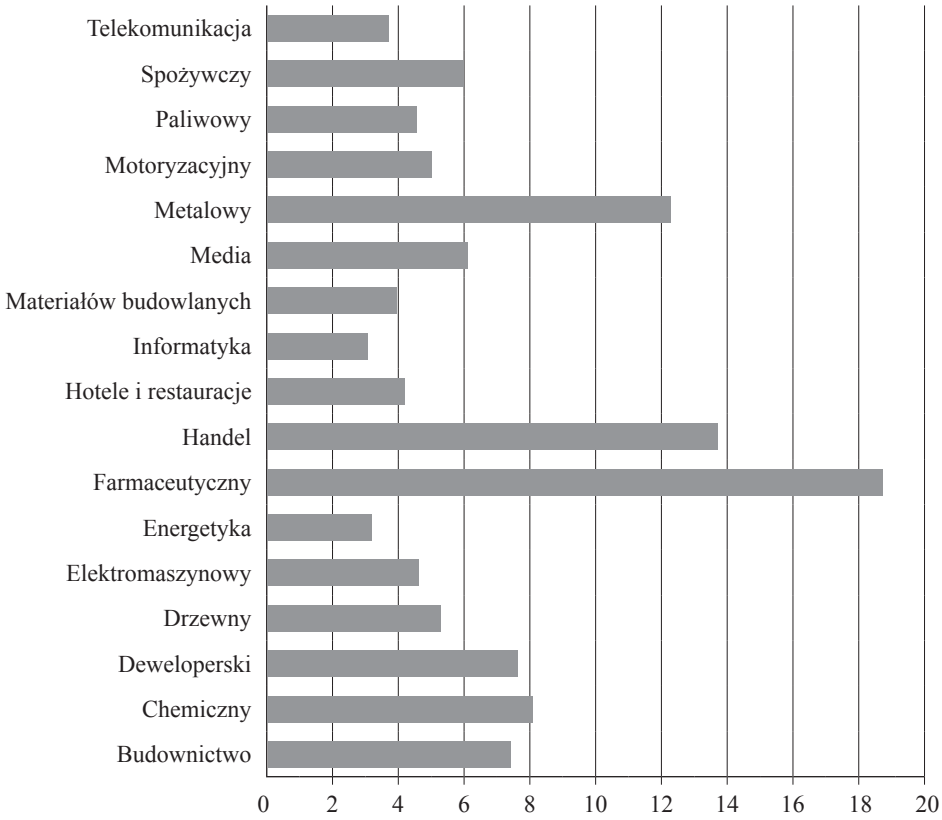
Tabela 2. Wartości średnie wskaźników rentowności w latach 2007-2012 w sektorach niefinansowych (%)

Sektor	WRS	WRKW	WROM
Budownictwo	3,8	10,9	4,8
Chemiczny	7,9	13,3	9,1
Deweloperski	**25,1**	5,0	4,8
Drzewny	6,9	5,7	5,9
Elektromaszynowy	8,2	9,9	6,7
Energetyka	11,8	9,3	6,2
Farmaceutyczny	**1,0**	**–7,2**	**–4,1**
Handel	4,1	0,6	3,0
Hotele i restauracje	5,3	4,3	5,1
Informatyka	10,3	7,8	6,2
Mat. budowlanych	10,5	7,1	6,9
Media	19,9	13,4	11,8
Metalowy	22,7	**29,0**	**23,0**
Motoryzacyjny	7,8	11,2	9,8
Paliwowy	4,9	6,8	4,0
Spożywczy	9,0	14,9	11,3
Telekomunikacja	15,4	9,2	7,4

Ź r ó d ł o: opracowanie własne na podstawie: www.rsg.pl [5.01.2013].

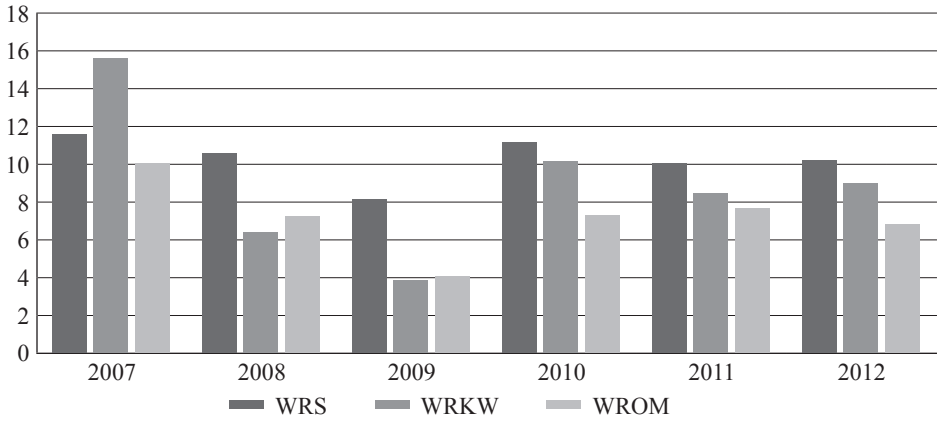
Najwyższą średnią wartością wskaźnika rentowności sprzedaży w badanym sześcioletnim okresie mógł pochwalić się sektor deweloperski (ponad 25%). Prawie 23% rentowntowność sprzedaży cechowała sektor metalowy, który osiągnął najwyższe wartości wskaźnika rentowności kapitałów własnych (29%) oraz rentowności operacyjnej majątku (23%). Najgorzej w badanym okresie wypadł sektor farmaceutyczny, w którym wszystkie trzy wskaźniki osiągnęły najniższe wartości wśród wszystkich siedemnastu sektorów.

Ryzyko rentowności oznacza zagrożenie osiągnięcia rentowności niższej niż oczekiwana i szansy wypracowania rentowności wyższej niż oczekiwana. Rysunek 3 zawiera informację o odchyleniu standardowym wskaźników rentowności kapitałów własnych dla poszczególnych sektorów niefinansowych od wartości średniej tego wskaźnika dla wszystkich sektorów.



Rysunek 3. Odchylenie standardowe wskaźników rentowności kapitałów własnych

Ź r ó d ł o: opracowanie własne na podstawie: www.rsg.pl [5.03.2013].



Rysunek 4. Wartości średnie wskaźników rentowności dla wszystkich sektorów niefinansowych

Ź r ó d ł o: opracowanie własne na podstawie: www.rsg.pl [5.03.2013].

Do oceny ryzyka rentowności wybrano wskaźnik rentowności kapitałów własnych, ponieważ dla właścicieli jest to najbardziej czytelna i syntetyczna miara korzyści wynikających z zaangażowania w przedsiębiorstwie kapitałów. Najwyższym poziomem ryzyka rentowności w badanym sześcioletnim okresie charakteryzowały się sektory: farmaceutyczny, handlowy i metalowy. Najmniejszy poziom ryzyka cechował sektory informatyczny i energetyczny z odchyleniem na poziomie 3 p.p.

Rysunek 4 zawiera informację o wartościach średnich wskaźników rentowności dla wszystkich sektorów niefinansowych w latach 2007-2012.

Wskaźniki rentowności, podobnie jak wskaźniki płynności finansowej, cechuje silna zależność od faz cyklu koniunkturalnego. W okresach koniunktury wszystkie wskaźniki osiągają wyższe wartości niż w okresach recesji, jednak największa amplituda wahań (oznaczająca największą wrażliwość) cechuje wskaźnik rentowności kapitałów własnych, a najmniesza wskaźnik rentowności sprzedaży.

3. Wycena wartości

Podstawową wadą zysku netto jako miernika korzyści właścicieli jest to, że w jego kalkulacji nie uwzględnia się kosztu kapitału własnego. Miarą, która eliminuje tę wadę, jest zysk rezydualny (RI). W najprostszym ujęciu jest to opodatkowany zysk operacyjny pomniejszony o wyrażony wartościowo koszt kapitału[9]. Wynika stąd, że RI informuje, czy opodatkowany zysk operacyjny „pokrywa" koszt zaangażowanych kapitałów obcych i własnych. Celem właścicieli jest dodatnia wartość RI, która oznacza, że nastąpiło ich realne wzbogacenie. Metoda DRI opiera się na założeniu, że wartość spółki jest równa wartości księgowej powiększonej o sumę zdyskontowanych zysków rezydualnych. Prognozowana stopa zwrotu wyznaczona metodą DRI pokazuje średni roczny wzrost cen akcji w ciągu dającej się przewidzieć przyszłości[10].

Model DCF służy do wyznaczania wartości firmy poprzez dyskontowanie kosztem kapitału prognozowanych wolnych przepływów pieniężnych[11]. Przekształcenie wzorów matematycznych stosowanych w modelu w taki sposób, by poszukiwaną wartością była stopa dyskontowa, poprzez podstawienie w miejsce poszukiwanej ceny jednej akcji bieżącej rynkowej ceny akcji, pozwala wyznaczyć **prognozowaną stopę zwrotu**[12]. Prognozowane stopy zwrotu wyznaczone metodą DRI i metodą DCF dla sektorów niefinansowych w Polsce wyznaczone w grudniu 2012 r. przedstawia tabela 3.

---

[9] T. Dudycz, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005, s. 164.

[10] www.rsg.pl [15.12.2012].

[11] B. Nita, *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007, s. 82.

[12] www.rsg.pl [15.12.2012].

Tabela 3. Wycena metodami DRI i DCF sektorów niefinansowych

Sektor	DRI	DCF
Budownictwo	10,16	13,48
Chemiczny	13,77	16,95
Deweloperski	6,19	3,45
Drzewny	5,52	5,87
Elektromaszynowy	8,64	8,88
Energetyka	9,93	11,10
Farmaceutyczny	**–4,22**	**–4,74**
Handel	–2,58	–3,06
Hotele i restauracje	3,73	4,30
Informatyka	7,92	9,44
Mat. budowlanych	6,41	7,63
Media	8,14	8,52
Metalowy	**22,85**	**24,33**
Motoryzacyjny	10,20	11,11
Paliwowy	7,80	8,78
Spożywczy	15,31	16,56
Telekomunikacja	13,12	12,93

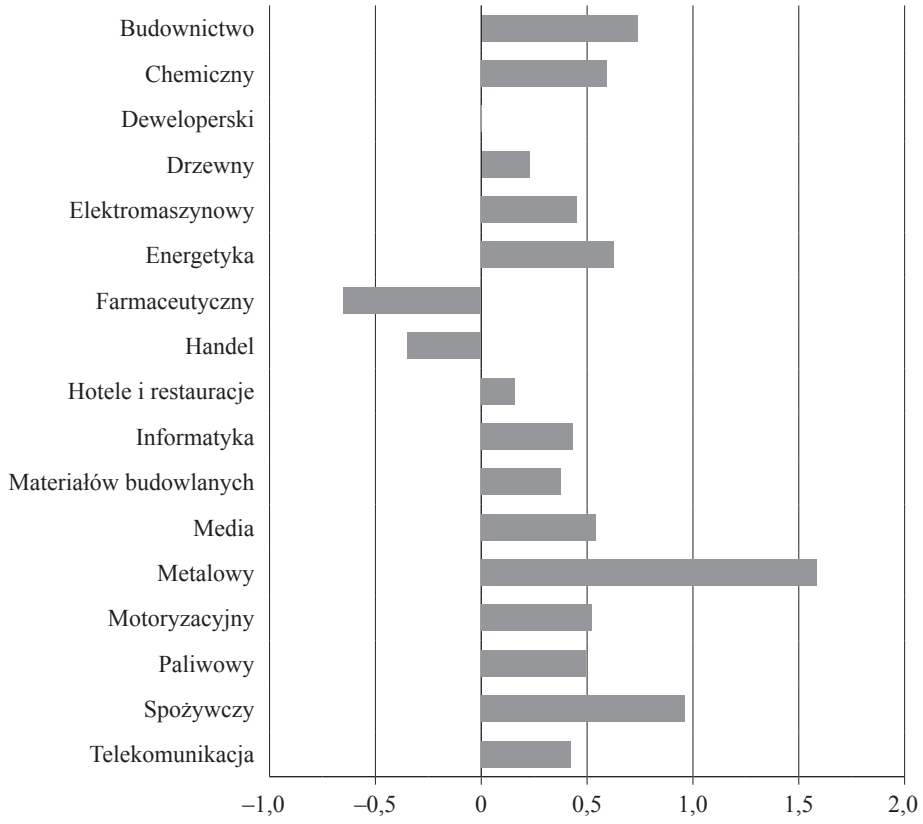
Ź r ó d ł o: opracowanie własne na podstawie: www.rsg.pl [15.12.2012].

Bezkonkurencyjny był sektor metalowy, którego oczekiwane stopy zwrotu DRI i DCF były wyższe od 20%. Stopami zwrotu wyższymi od 10% cechowały się sektory: budowlany, chemiczny, motoryzacyjny, spożywczy i telekomunikacyjny. Najgorzej wypadły w wycenach dokonanych obydwoma metodami sektory: farmaceutyczny i handlowy.

Kolejną miarą, która zostanie poddana ocenie, jest indeks tworzenia wartości (ITW), będący ilorazem wskaźnika rentowności kapitałów własnych (WRKW) i kosztu kapitału własnego[13]. Wynik powyżej 1 świadczy o prawidłowym zarządzaniu wartością, ponieważ stopa zwrotu przewyższa koszt kapitału[14]. Informację o średniej wartości indeksów tworzenia wartości z lat 2009-2011 przedstawia rysunek 5.

[13] A. Uziębło, *Mierniki efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa w opiniach specjalistów z zakresu rachunkowości i finansów*, „Zeszyty Naukowe WSB we Wrocławiu" 2011, nr 27, s. 50.

[14] www.wneiz.pl/nauka_wneiz/sip/sip21-2011/SiP-21-9.pdf, s. 131 [15.12.2012].



Rysunek 5.Wartości średnie indeksów tworzenia wartości
w sektorach niefinansowych w latach 2009-2011

Ź r ó d ł o: opracowanie własne na podstawie: www.rsg.pl, www.mf.gov.pl/web/wp/dlug publiczny/publikacje/strategie-zarzadzania-dlugiem, www.pages.stern.nyu.edu/~adamodar, www.bankier.pl/fo/kredyty/components/elw/index.html [15.01.2013].

Tylko w sektorze metalowym indeks tworzenia wartości osiągał poziom wyższy od jedności (ponad 1,5). Na drugim miejscu z wartością indeksu bliską jedności plasował się sektor spożywczy. Najgorzej przedstawiała się sytuacja w sektorach farmaceutycznym i handlowym, gdzie indeks osiągał wartości ujemne.

Zakończenie

W większości sektorów średnia wartość wskaźnika bieżącej płynności zawierała się w dopuszczalnym przedziale 1,2-2,0. W sektorach deweloperskim i metalowym występowała nadpłynność, a średnie wartości wskaźnika niższe od dolnej granicy dopuszczalnego przedziału wystąpiły w sektorach: telekomunikacyjnym,

hotelach i restauracjach oraz w sektorze drzewnym. Sektory: telekomunikacyjny i drzewny cechowały się również najniższą średnią wartością wskaźnika szybkiej płynności. Najwyższe średnie wartości tego wskaźnika odnotowały sektory: medialny, informatyczny oraz metalowy i były to sektory o najwyższym ryzyku płynności (nadpłynności) mierzonym odchyleniem standardowym. Wskaźnik natychmiastowej płynności uzyskał optymalne wartości z przedziału 0,2-0,3 w sektorach: telekomunikacyjnym, spożywczym, paliwowym, motoryzacyjnym, handlowym, farmaceutycznym, elektromaszynowym i budowlanym.

Najwyższą średnią wartością wskaźnika rentowności sprzedaży w badanym okresie mogły pochwalić się sektory: deweloperski i metalowy. Sektor metalowy osiągnął również najwyższe wartości wskaźnika rentowności kapitałów własnych oraz rentowności operacyjnej majątku. Najgorzej w badanym okresie wypadł sektor farmaceutyczny, w którym wszystkie trzy wskaźniki osiągnęły najniższe wartości spośród wszystkich siedemnastu sektorów

Obserwując wartości średnie wskaźników płynności i rentowności, wyliczone dla wszystkich sektorów niefinansowych, można zauważyć ich silny związek z fazami cyklu koniunkturalnego. W okresach koniunktury wszystkie wskaźniki osiągają wyższe wartości niż w okresach recesji.

Wyceny sektorów dokonane metodami DRI i DCF wytypowały sektor metalowy jako najbardziej rentowny. Najgorzej wypadły w wycenach dokonanych obydwiema metodami sektory: farmaceutyczny i handlowy. Indeks tworzenia wartości tylko w sektorze metalowym osiągał wymaganą wartość wyższą od jedności. Na drugim miejscu z wartością indeksu bliską jedności plasował się sektor spożywczy. Najgorzej przedstawiała się sytuacja w sektorach farmaceutycznym i handlowym, co potwierdzało wycenę dokonaną metodami DRI i DCF. Interpretując wyniki przeprowadzonych obliczeń, należy mieć na uwadze, że wyniki analiz i sformułowane wnioski mają charakter bardzo ogólny, ponieważ odnoszą się do sytuacji całych sektorów i nie identyfikują indywidualnej sytuacji poszczególnych spółek.

Literatura

Dudycz T., *Analiza finansowa*. Wyd. AE Wrocław, Wrocław 1999.

Hamrol M., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Ujęcie sytuacyjne*, Wyd. AE w Poznaniu, Poznań 2004.

Nita B., *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.

Ostasiewicz S., Rusnak Z., Siedlecka U., *Statystyka. Elementy teorii i zadania*, Wyd. AE we Wrocławiu, Wrocław 1997.

Pomykalska B., Pomykalski P., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, WN PWN, Warszawa 2007.

Sierpińska M., Jachna T., *Metody podejmowania decyzji finansowych, Analiza przykładów i przypadków*, WN PWN, Warszawa 2007.

Uziębło A., *Mierniki efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa w opiniach specjalistów z zakresu rachunkowości i finansów*, „Zeszyty Naukowe WSB we Wrocławiu" 2011, nr 27.

Wędzki D., *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, Wolters Kluwer, Kraków 2006.
Wędzki D., *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa. Przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003.
www.bankier.pl/fo/kredyty/components/elw/index.html? [5.01.2013].
www.mf.gov.pl/web/wp/dlug-publiczny/publikacje/strategie-zarzadzania-dlugiem [5.01.2013].
www.pages.stern.nyu.edu/~adamodar [5.01.2013].
www.rsg.pl [15.12.2012] [5.03.2013].
www.wneiz.pl/nauka_wneiz/sip/sip21-2011/SiP-21-9.pdf [15.12.2012].

Goals of owners of non-financial sectors enterprises in Poland over the years 2009-2012

Summary. The paper is devoted to evaluating the realization of goals of owners of non-financial sectors enterprises in Poland. The research covers the period from 2007 to 2012 and illustrates whether and to what extent the financial crisis had an impact on the realization of the owners' goals. The ratio analysis is used to evaluate liquidity and profitability. However, the valuation of the value is performed by means of discounted cash-flow method and discounted residual income method. The evaluation is supplemented by value creation index which is a quotient of the equity profitability ratio and the cost of equity.

Key words: goals of owners, liquidity, profitability, value, non-financial sectors