

# Wanda Skoczylas

---

## Sektorowe stopy zwrotu w zarządzaniu wartością przedsiębiorstw

---

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 6, 413-423

---

2008

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Wanda Skoczylas

## SEKTOROWE STOPY ZWROTU W ZARZĄDZANIU WARTOŚCIĄ PRZEDSIĘBIORSTW

### 1. Proces formułowania strategii w zarządzaniu wartością

Maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy jako cel strategiczny powoduje konieczność poszukiwania i wyboru właściwych strategii. Wartość dla akcjonariuszy jest najbardziej syntetycznym miernikiem, stąd też istnieje wiele strategii prowadzących do jej wzrostu i są one zmienne w czasie w zależności od rozwoju otoczenia oraz sytuacji firmy. Proces formułowania strategii wzrostu wartości jest sztuką, ale i rzemiosłem. Wymaga więc kreatywnego myślenia, ale też metodycznej pracy. Strategia wzrostu wartości w każdym wypadku jest wynikiem procesu, w którym daje się wyróżnić osiem podstawowych etapów (rys. 1).

Z rysunku 1 wynika, że w zarządzaniu wartością można mówić o trzech rodzajach strategii, tj.:

- właścicieli,
- przedsiębiorstwa,
- jednostek gospodarczych.

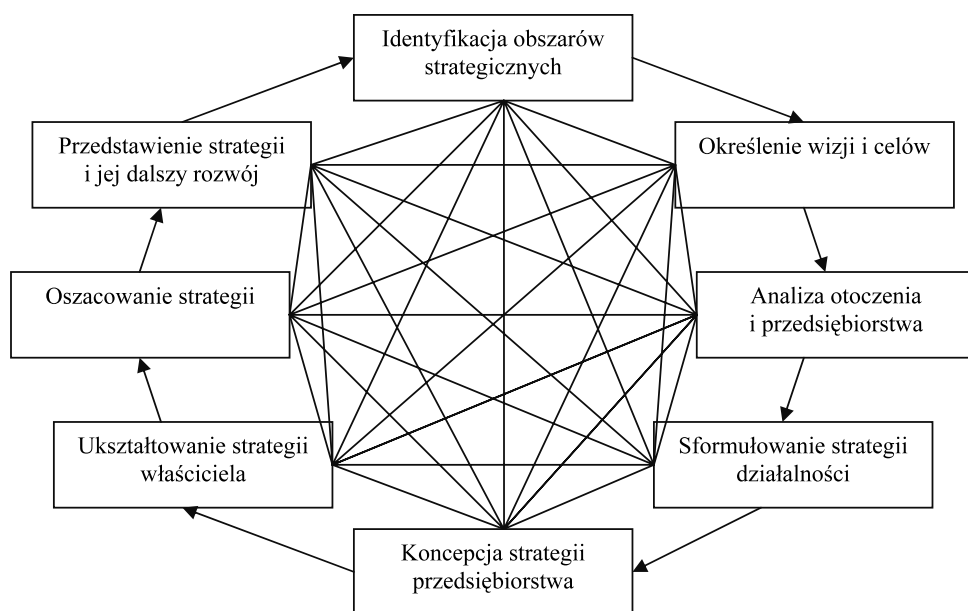
Właściciele, mając na celu utrzymanie majątku i osiągnięcie oczekiwanego oprocentowania, dążą do harmonijnego, całościowego zarządzania całym swoim portfelem inwestycyjnym. Przy czym w portfelu tym obok własności przedsiębiorstw znajdują się też inne inwestycje, tj. np. obligacje czy udziały mniejszościowe.

Realizacja wizji i strategiczne ukierunkowanie przedsiębiorstwa jest natomiast wynikiem właściwej strategii przedsiębiorstwa i osiągnięcia przewagi konkuren-

cyjnej w wyniku wypracowania efektywnych strategii jednostek biznesu. Strategia przedsiębiorstwa wyraża optymalne portfolio strategicznych jednostek biznesu. Informuje o:

- rodzaju działalności, w którą przedsiębiorstwo chce się zaangażować,
- możliwości wykorzystania twórczej współpracy pomiędzy jednostkami (synergii),
- sposobie rozdysponowania zasobów pomiędzy jednostkami<sup>1</sup>.

Rys. 1. Etapy formułowania strategii w zarządzaniu wartością



Źródło: P. Gomez, *Wertmanagement. Vernetzte Strategien für Unternehmen im Wandel*, ECON Verlag, Düsseldorf – Wien – New York – Moskau, 1993, s. 108.

Może to być np. strategia dywersyfikacji, dywestycji dokonana w oparciu o dwa kryteria potencjału wzrostu wartości i możliwości jego wykorzystania przez przedsiębiorstwo, ale też strategia kooperacji, restrukturyzacji czy finansowania.

U podstaw tworzenia wartości dla akcjonariuszy pozostają przede wszystkim strategie jednostek biznesu. Strategie te są doskonale znane w literaturze. Charakteryzują je słowa kluczowe, takie jak: matryca produktowa – rynkowa, strategia

<sup>1</sup> T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firmy*, WIG Press, Warszawa 1997, s. 102.

portfolio czy strategia przewagi konkurencyjnej. Przy formułowaniu strategii jednostek biznesu uwzględnia się szereg elementów. M.E. Porter jak i inni znani specjaliści z zakresu zarządzania strategicznego do kluczowych elementów procesu formułowania strategii zaliczają ocenę:

- atrakcyjności sektora,
- pozycji konkurencyjnej jednostki w sektorze,
- przewagi konkurencyjnej.

Atrakcyjność sektora oraz pozycja konkurencyjna przedsiębiorstwa mogą być podstawą sformułowania opcji strategicznych, które ostatecznie przekute na prognozowane stopy wzrostu, rentowności i inwestycji są podstawą do prognozy przepływów pieniężnych oraz kosztu kapitału, a więc i oszacowania wartości dla akcjonariuszy<sup>2</sup>.

## **2. Sektorowe stopy zwrotu jako podstawa oceny atrakcyjności sektorów**

W ocenie atrakcyjności sektora istotne są osiągnięte stopy zwrotu z kapitału własnego. Inwestycja jest tym bardziej efektywna, im bardziej osiągnięta stopa zwrotu przewyższa oczekiwania właścicieli, wyrażone kosztem kapitału własnego. Dlatego też w dążeniu do uzyskania ponadprzeciętnych zysków inwestorzy poszukują sektorów o wysokiej stopie zwrotu. O atrakcyjności sektora decydują więc aktualne stopy zwrotu, ale też – ze względu na perspektywne ujęcie – możliwe zmiany elementów charakteryzujących rynek lub zmiany w strukturze sektora oraz najważniejsze zasoby i możliwości z punktu tworzenia wartości zarówno dzisiaj, jak i w przyszłości.

Sektorowe stopy zwrotu w Polsce w latach 2002-2006 przedstawiono w tabeli 1.

Jak wynika z danych tabeli 1, średnia stopa zwrotu z kapitału własnego w okresie badanych pięciu lat wyniosła 7,47%. Taki rezultat możliwy był do osiągnięcia dzięki dynamicznemu wzrostowi wskaźnika rentowności kapitału własnego szczególnie w roku 2006. W pierwszym z badanych lat wynosił on 1,41%, zaś w ostatnim już 21,83%. Dynamika w tym okresie wyniosła więc 15,48 razy. Zdecydowana większość sektorów osiąga dodatnie stopy zwrotu. Ujemna stopa zwrotu z kapitału własnego występuje tylko w wypadku sektora szesnaście, tj. produkcja wyrobów tytoniowych.

<sup>2</sup> A. Rapaport, *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG Press, Warszawa 1999, s. 70-71.

Tabela 1. Sektorowe stopy zwrotu z kapitału własnego w Polsce w latach 2002-2006

1	2	Lata					Indeks dynamiki				Średnia
		2002	2003	2004	2005	2006	4:3	5:4	6:4	7:4	
3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
1	Rolnictwo, łowiectwo, włączając działalność usługową	1,16	1,89	2,95	4,22	14,77	1,63	2,54	3,64	12,73	5,00
2	Leśnictwo, włączając działalność usługową	5,02	2,89	1,08	0,98	4,39	0,58	0,22	0,20	0,87	2,87
5	Rybnictwo, włączając działalność usługową	1,4	1,51	-2,51	3,92	4,27	1,08	-1,79	2,80	3,05	1,72
10	Górnictwo węgla kamiennego i brunatnego lignitu; wydobywanie torfu	1,01	3,65	2,84	4,56	12,78	3,61	2,81	4,51	12,65	4,97
13	Górnictwo rud metali	3,47	2,41	6,28	-13	38,19	0,69	1,81	-3,75	11,01	7,47
14	Pozostałe górnictwo	5,74	2,27	2,97	3,78	24,25	0,40	0,52	0,66	4,22	7,80
15	Produkcja artykułów spożywczych i napojów	3,04	2,58	2,95	4,48	14,8	0,85	0,97	1,47	4,87	5,57
16	Produkcja wyrobów tytoniowych	-2,2	-0,99	0,13	1,24	-14,86	0,45	-0,06	-0,56	6,75	-3,34
17	Włókiennictwo	2,62	1,72	2,95	4,81	22,64	0,66	1,13	1,84	8,64	6,95
18	Produkcja odzieży i wyrobów futrzarskich	3,15	2,11	3,86	1,72	10,62	0,67	1,23	0,55	3,37	4,29
19	Produkcja skór wyprawionych i wyrobów ze skór wyprawionych	2,97	4,82	2,81	1,43	11,79	1,62	0,95	0,48	3,97	4,76
20	Produkcja drewna i wyrobów z drewna oraz z korka, z wyłączeniem mebli, wyrobów ze słomy i materiałów używanych do wyplatania	2,62	4,37	5,71	4,97	17,95	1,67	2,18	1,90	6,85	7,12
21	Produkcja masy włóknistej, papieru oraz wyrobów z papieru	1,19	3,94	5,41	5,2	17,93	3,31	4,55	4,37	15,07	6,73
22	Działalność wydawnicza; poligrafia i reprodukcja zapisanych nośników informacji	1,75	3,19	5,5	7,6	19,1	1,82	3,14	4,34	10,91	7,43
23	Wytwarzanie koksu, produktów rafinacji ropy naftowej i paliw jądrowych	3,18	3,84	3,12	6,88	15,68	1,21	0,98	2,16	4,93	6,54
24	Produkcja wyrobów chemicznych	2,14	3,25	4,22	6,99	21,29	1,52	1,97	3,27	9,95	7,58
25	Produkcja wyrobów gumowych i z tworzyw sztucznych	1,33	4,3	4,9	6,87	18,14	3,23	3,68	5,17	13,64	7,11
26	Produkcja wyrobów z pozostałych surowców niemetalicznych	1,47	3,67	4,12	3,71	17,01	2,50	2,80	2,52	11,57	6,00
27	Produkcja metali	1,32	2,56	4,37	6,56	23,05	1,94	3,31	4,97	17,46	7,57

28	Produkcja metalowych wyrobów gotowych, z wyłączeniem maszyn i urządzeń	1,35	3,37	6,12	7,56	25,73	2,50	4,53	5,60	19,06	8,83
29	Produkcja maszyn i urządzeń, gdzie indziej niesklasyfikowana	1,53	3,12	4,63	6,76	23,66	2,04	3,03	4,42	15,46	7,94
30	Produkcja maszyn biurowych i komputerów	1,57	6,9	7,93	14,08	31,71	4,39	5,05	8,97	20,20	12,44
31	Produkcja maszyn i aparatury elektrycznej, gdzie indziej niesklasyfikowana	1,5	4,3	5,49	7,7	21,37	2,87	3,66	5,13	14,25	8,07
32	Produkcja sprzętu i urządzeń radiowych, telewizyjnych i telekomunikacyjnych	0,62	3,18	3,04	6,29	17,85	5,13	4,90	10,15	28,79	6,20
33	Produkcja instrumentów medycznych, precyzyjnych i optycznych, zegarów i zegarków	2,24	2,95	4,99	9,02	24,68	1,32	2,23	4,03	11,02	8,78
34	Produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep	1,64	3,76	7,31	5,55	18,78	2,29	4,46	3,38	11,45	7,41
35	Produkcja pozostałego sprzętu transportowego	1,18	3,25	4,44	3,62	15,95	2,75	3,76	3,07	13,52	5,69
36	Produkcja mebli; działalność produkcyjna, gdzie indziej niesklasyfikowana	1,31	5,06	6,19	7,16	19,53	3,86	4,73	5,47	14,91	7,85
37	Przetwarzanie odpadów	0,86	1,28	5,93	3,42	29,9	1,49	6,90	3,98	34,77	8,28
40	Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę	1,34	0,38	0,51	0,65	3,78	0,28	0,38	0,49	2,82	1,33
41	Pobór, uzdatnianie i rozprowadzanie wody	1,36	0,13	0,13	0,24	0,67	0,10	0,10	0,18	0,49	0,51
45	Budownictwo	1,25	3,45	4,22	6,35	30,35	2,76	3,38	5,08	24,28	9,12
50	Sprzedaż, obsługa i naprawa pojazdów samochodowych i motocykli; sprzedaż detaliczna paliw do pojazdów samochodowych	1,03	4,49	5,36	5,03	23,84	4,36	5,20	4,88	23,15	7,95
51	Handel hurtowy i komisowy, z wyłączeniem handlu pojazdami samochodowymi, motocyklami	0,99	5,19	8,26	7,85	28,1	5,24	8,34	7,93	28,38	10,08
52	Handel detaliczny, z wyłączeniem sprzedaży pojazdów samochodowych, motocykli; naprawa artykułów użytku osobistego i domowego	0,66	3,87	4,89	6,39	22,44	5,86	7,41	9,68	34,00	7,65
55	Hotele i restauracje	0,74	2,08	1,32	4,52	14,17	2,81	1,78	6,11	19,15	4,57
60	Transport lądowy; transport rurociągowy	0,81	2,06	2,99	2,74	15,48	2,54	3,69	3,38	19,11	4,82
61	Transport wodny	0,22	-2,69	6,78	15,76	26,72	-12,23	30,82	71,64	121,45	9,36

62	Transport lotniczy	0	1,92	10,34	19,59	72,82	0	0	0	0	20,93
63	Działalność wspomagająca transport; działalność związana z turystyką	0,61	4,93	5,44	6,96	22,6	8,08	8,92	11,41	37,05	8,11
64	Poczta i telekomunikacja	0,49	2,45	4,25	4,02	14,89	5,00	8,67	8,20	30,39	5,22
65	Pośrednictwo finansowe, z wyłączeniem ubezpieczeń i funduszów emerytalno-rentowych	0,45	1,99	4,79	4,89	10,5	4,42	10,64	10,87	23,33	4,52
66	Ubezpieczenia oraz fundusze emerytalno-rentowe, bez gwarantowanej prawnie opieki społecznej	-0,69	5,77	7,98	5,38	35,16	-8,36	-11,57	-7,80	-50,96	10,72
67	Działalność pomocnicza związana z pośrednictwem finansowym i ubezpieczeniami	0,34	7,11	6,15	10,53	31,47	20,91	18,09	30,97	92,56	11,12
70	Obsługa nieruchomości	0,52	1,29	1,68	1,92	9,92	2,48	3,23	3,69	19,08	3,07
71	Wynajem maszyn i urządzeń bez obsługi oraz wypożyczanie artykułów użytku osobistego i domowego	0,5	3,47	4,64	8,2	31,08	6,94	9,28	16,40	62,16	9,58
72	Informatyka	0,76	5,07	5,41	7,66	27,94	6,67	7,12	10,08	36,76	9,37
73	Działalność badawczo-rozwojowa	5,29	0,64	0,8	1,18	6,88	0,12	0,15	0,22	1,30	2,96
74	Działalność gospodarcza pozostała	14,46	4,89	5,01	7,54	28,39	0,34	0,35	0,52	1,96	12,06
75	Administracja publiczna i obrona narodowa; obowiązkowe ubezpieczenia społeczne i powszechne ubezpieczenie zdrowotne	17,72	1,67	1,84	2,17	16,59	0,09	0,10	0,12	0,94	8,00
80	Edukacja	9,52	0,98	0,94	1,82	6,17	0,10	0,10	0,19	0,65	3,89
85	Ochrona zdrowia i pomoc społeczna	8,19	-0,89	-0,74	3,05	6,31	-0,11	-0,09	0,37	0,77	3,18
90	Odprowadzanie i oczyszczanie ścieków, gospodarowanie odpadami, pozostałe usługi sanitarne i pokrewne	6,52	1,21	1,72	2,16	8,08	0,19	0,26	0,33	1,24	3,94
91	Działalność organizacji członkowskich, gdzie indziej niesklasyfikowana	9,91	1,11	1,13	2,46	4,26	0,11	0,11	0,25	0,43	3,77
92	Działalność związana z kulturą, rekreacją i sportem	2,84	5,41	1,84	7,65	21,95	1,90	0,65	2,69	7,73	7,94
93	Działalność usługowa pozostała	1,71	4,6	7,82	4,31	16,98	2,69	4,57	2,52	9,93	7,08
	RAZEM	1,41	3,13	4,84	6,13	21,83	2,22	3,43	4,35	15,48	7,47

Źródło: opracowanie własne na podstawie wskaźników sektorowych publikowanych w miesięczniku „Rachunkowość” 2005 nr 3, 2006 nr 5, 2007 nr 7 i 2008 nr 5.

Do najbardziej atrakcyjnych sektorów z punktu widzenia osiągniętej stopy zwrotu z kapitału własnego należą sektory: Transport lotniczy (20,93%), Produkcja maszyn biurowych i komputerów (12,44%), Działalność gospodarcza pozostała (12,06%), Działalność pomocnicza związana z pośrednictwem finansowym i ubezpieczeniami (11,12%), Ubezpieczenia oraz fundusze emerytalno-rentowe bez gwarantowanej prawnie opieki społecznej (10,72%) oraz Handel hurtowy i komisowy, z wyłączeniem handlu pojazdami samochodowymi, motocyklami (10,08%).

W grupie najmniej atrakcyjnych są oprócz sektora Produkcja wyrobów tytoniowych także sektory: Pobór, uzdatnianie i rozprowadzanie wody (0,51%), Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę (1,33%), Rybactwo, włączając działalność usługową (1,72%), Działalność badawczo-rozwojowa (2,94%) i Obsługa nieruchomości (3,07%).

Rozpiętość pomiędzy najwyższą a najniższą stopą zwrotu nie jest duża. Poza absolutnym liderem Transportem lotniczym pozostali liderzy uzyskują stopy zwrotu na poziomie 10-12%, outsiderzy natomiast w granicach 0,5-3,07%.

Rozpatrywanie stóp zwrotu z kapitału własnego w latach 2002-2006 pozwala ustalić i ocenić dynamikę ich zmian w sektorach. Do najszybciej poprawiających swoją atrakcyjność należą sektory: Transport wodny (121,45), Działalność pomocnicza związana z pośrednictwem finansowym i ubezpieczeniami (92,56), Wynajem maszyn i urządzeń bez obsługi oraz wypożyczanie artykułów użytku osobistego i domowego (62,16), a także Ubezpieczenia oraz fundusze emerytalno-rentowe bez gwarantowanej prawnie opieki społecznej (50,96). Dwa z nich, a więc Działalność pomocnicza związana z pośrednictwem finansowym i ubezpieczeniami oraz Ubezpieczenia oraz fundusze emerytalno-rentowe bez gwarantowanej prawnie opieki społecznej należały także do najbardziej atrakcyjnych.

Sektory, w których stopy zwrotu z kapitału własnego ulegają obniżeniu, to z kolei: Działalność organizacji członkowskich, gdzie indziej niesklasyfikowana (0,43), Pobór, uzdatnianie i rozprowadzanie wody (0,49), Edukacja (0,65), Ochrona zdrowia i pomoc społeczna (0,77), Leśnictwo, włączając działalność usługową (0,87) oraz Administracja publiczna i obrona narodowa; obowiązkowe ubezpieczenia społeczne i powszechne ubezpieczenie zdrowotne (0,94). I w tej grupie znalazły się dwa sektory, które należą do najmniej rentownych, a więc Pobór, uzdatnianie i rozprowadzanie wody oraz Ochrona zdrowia i pomoc społeczna.

Atrakcyjność sektora nie gwarantuje automatycznie sukcesu przedsiębiorstwa. W tym samym sektorze i w tym samym czasie funkcjonują obok siebie przedsię-



biorstwa osiągające zróżnicowane wyniki. Słaba pozycja w atrakcyjnym sektorze może znacząco ograniczyć potencjał tworzenia wartości. Dlatego ważne jest badanie zróżnicowania wyników przedsiębiorstw w ramach sektora.

### 3. Zróżnicowanie sektorowych stóp zwrotu w ocenie pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstw

Wspólna publikacja wskaźników sektorowych Komisji do Spraw Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce i Wywiadowni Gospodarczej InfoCredit w miesięczniku „Rachunkowość”, określająca m.in. minimalne i maksymalne stopy zwrotu, pozwala ocenić właśnie zróżnicowanie sektorowych stóp zwrotu i na tym tle ocenić pozycję konkurencyjną przedsiębiorstwa. Stosowne wielkości zestawiono w tabeli 2.

Tabela 2. Minimalna i maksymalna średnia sektorowa stopa zwrotu dla akcjonariuszy w Polsce za lata 2002-2006

	Sektor	Maksimum	Minimum	Rozstęp	Średnia
1	2	3	4	5	6
1	Rolnictwo, łowiectwo, włączając działalność usługową	29,46	-18,29	47,75	5,00
2	Leśnictwo, włączając działalność usługową	13,74	-6,60	20,33	2,87
5	Rybnictwo, włączając działalność usługową	7,88	-5,86	13,74	1,72
10	Górnictwo węgla kamiennego i brunatnego lignitu; wydobywanie torfu	23,32	-12,50	35,82	4,97
13	Górnictwo rud metali	20,07	-10,29	30,36	7,47
14	Pozostałe górnictwo	34,95	-11,03	45,97	7,80
15	Produkcja artykułów spożywczych i napojów	33,96	-22,18	56,14	5,57
16	Produkcja wyrobów tytoniowych	3,43	-16,25	19,68	-3,34
17	Włókiennictwo	44,82	-22,87	67,69	6,95
18	Produkcja odzieży i wyrobów futrzarskich	32,55	-25,98	58,53	4,29
19	Produkcja skór wyprawionych i wyrobów ze skór wyprawionych	26,81	-16,11	42,92	4,76
20	Produkcja drewna i wyrobów z drewna oraz z korka, z wyłączeniem mebli, wyrobów ze słomy i materiałów używanych do wyplatania	40,49	-25,50	65,99	7,12
21	Produkcja masy włóknistej, papieru oraz wyrobów z papieru	36,05	-17,97	54,02	6,73
22	Działalność wydawnicza; poligrafia i reprodukcja zapisanych nośników informacji	43,46	-26,55	70,01	7,43

23	Wytwarzanie koksu, produktów rafinacji ropy naftowej i paliw jądrowych	21,82	-14,27	36,09	6,54
24	Produkcja wyrobów chemicznych	37,72	-14,38	52,11	7,58
25	Produkcja wyrobów gumowych i z tworzyw sztucznych	38,49	-22,78	61,27	7,11
26	Produkcja wyrobów z pozostałych surowców niemetalicznych	32,28	-19,77	52,04	6,00
27	Produkcja metali	40,16	-24,43	64,59	7,57
28	Produkcja metalowych wyrobów gotowych, z wyłączeniem maszyn i urządzeń	41,75	-27,83	69,58	8,83
29	Produkcja maszyn i urządzeń, gdzie indziej niesklasyfikowana	39,71	-23,10	62,81	7,94
30	Produkcja maszyn biurowych i komputerów	44,67	-16,07	60,73	12,44
31	Produkcja maszyn i aparatury elektrycznej, gdzie indziej niesklasyfikowana	41,62	-22,78	64,40	8,07
32	Produkcja sprzętu i urządzeń radiowych, telewizyjnych i telekomunikacyjnych	38,22	-15,26	53,48	6,20
33	Produkcja instrumentów medycznych, precyzyjnych i optycznych, zegarów i zegarków	48,92	-24,87	73,78	8,78
34	Produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep	39,16	-20,74	59,90	7,41
35	Produkcja pozostałego sprzętu transportowego	29,97	-18,23	48,20	5,69
36	Produkcja mebli; działalność produkcyjna, gdzie indziej niesklasyfikowana	37,50	-19,31	56,81	7,85
37	Przetwarzanie odpadów	34,36	-13,99	48,35	8,28
40	Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę	8,94	-5,21	14,15	1,33
41	Pobór, uzdatnianie i rozprowadzanie wody	3,34	-2,16	5,51	0,51
45	Budownictwo	48,91	-31,07	79,98	9,12
50	Sprzedaż, obsługa i naprawa pojazdów samochodowych i motocykli; sprzedaż detaliczna paliw do pojazdów samochodowych	42,79	-26,57	69,36	7,95
51	Handel hurtowy i komisowy, z wyłączeniem handlu pojazdami samochodowymi, motocyklami	54,58	-34,45	89,03	10,08
52	Handel detaliczny, z wyłączeniem sprzedaży pojazdów samochodowych, motocykli; naprawa artykułów użytku osobistego i domowego	49,90	-31,26	81,17	7,65
55	Hotele i restauracje	28,06	-21,16	49,22	4,57
60	Transport lądowy; transport rurociągowy	34,26	-24,05	58,30	4,82
61	Transport wodny	25,64	-2,97	28,61	9,36
62	Transport lotniczy	39,95*	5,27	34,68	20,93
63	Działalność wspomagająca transport; działalność związana z turystyką	44,35	-23,68	68,04	8,11
64	Poczta i telekomunikacja	37,71	-27,29	65,00	5,22
65	Pośrednictwo finansowe, z wyłączeniem ubezpieczeń i funduszy emerytalno-rentowych	32,37	-21,20	53,57	4,52
66	Ubezpieczenia oraz fundusze emerytalno-rentowe, bez gwarantowanej prawnie opieki społecznej	35,97	-8,48	44,45	10,72

67	Działalność pomocnicza związana z pośrednictwem finansowym i ubezpieczeniami	50,75	-28,70	79,45	11,12
70	Obsługa nieruchomości	23,21	-16,20	39,41	3,07
71	Wynajem maszyn i urządzeń bez obsługi oraz wypożyczanie artykułów użytku osobistego i domowego	36,70	-17,18	53,88	9,58
72	Informatyka	49,18	-29,14	78,32	9,37
73	Działalność badawczo-rozwojowa	36,93	-32,23	69,16	2,96
74	Działalność gospodarcza pozostała	70,00	-45,31	115,32	12,06
75	Administracja publiczna i obrona narodowa; obowiązkowe ubezpieczenia społeczne i powszechne ubezpieczenie zdrowotne	20,82	-9,31	30,13	8,00
80	Edukacja	21,78	-13,26	35,04	3,89
85	Ochrona zdrowia i pomoc społeczna	29,10	-18,56	47,66	3,18
90	Odprowadzanie i oczyszczanie ścieków, gospodarowanie odpadami, pozostałe usługi sanitarne i pokrewne	21,81	-10,28	32,09	3,94
91	Działalność organizacji członkowskich, gdzie indziej niesklasyfikowana	12,38	-5,32	17,70	3,77
92	Działalność związana z kulturą, rekreacją i sportem	48,85	-27,05	75,90	7,94
93	Działalność usługowa pozostała	22,58	-19,74	42,32	7,08
	RAZEM	47,61	-33,31	80,92	7,47

\* Dla lat 2003-2006.

*Źródło: opracowanie własne na podstawie wskaźników sektorowych publikowanych w miesięczniku „Rachunkowość” 2005 nr 3, 2006 nr 5, 2007 nr 7 i 2008 nr 5.*

Zaprezentowane w tabeli 2 stopy zwrotu z kapitału własnego wskazują na duże zróżnicowanie wyników przedsiębiorstw w ramach sektora. Przeciętnie różnica między maksymalną i minimalną stopą zwrotu wynosi 80,92%. Do najbardziej zróżnicowanych należą przedsiębiorstwa w sektorach: Działalność gospodarcza pozostała (115,32%), Handel hurtowy i komisowy, z wyłączeniem handlu pojazdami samochodowymi, motocyklami (89,03%), Handel detaliczny, z wyłączeniem sprzedaży pojazdów samochodowych, motocykli; naprawa artykułów użytku osobistego i domowego (81,17%), Działalność pomocnicza związana z pośrednictwem finansowym i ubezpieczeniami (79,45%), Informatyka (78,32%).

Najbardziej zbliżone strategie konkurencyjne natomiast realizują przedsiębiorstwa z sektorów: Pobór, uzdatnianie i rozprowadzanie wody (5,51%), Rybactwo, włączając działalność usługową (13,74%), Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę (14,51%), Działalność organizacji członkowskich, gdzie indziej niesklasyfikowana (17,7%) i Produkcja wyrobów tytoniowych (19,68%). Podobne strategię są więc często realizowane w sektorach mało atrakcyjnych i z niską dynamiką stopy zwrotu lub wręcz jej spadkiem.

## Podsumowanie

Wybór najlepszej strategii wzrostu wartości powinien być zawsze poprzedzony analizą otoczenia i przedsiębiorstwa. Odpowiedź na pytanie, gdzie inwestować, wymaga oceny atrakcyjności sektora. Dobrą podstawą do takiej oceny jest znajomość obecnych stóp zwrotu, które następnie trzeba korygować o potencjalne przyszłe zmiany rynkowe, względnie występujące w strukturze sektora. Sama ocena atrakcyjności sektora jest jednak niewystarczająca i powinna być, jak wykazano, wzbogacona o ocenę zróżnicowania stóp zwrotu osiąganych przez przedsiębiorstwa z danego sektora. Duże odchylenia wskazują z całą pewnością na odmienne strategie i towarzyszące im ryzyko, gdy sektor jest jednorodny.

Przedstawione wyniki badania empirycznego pozwoliły wyłonić sektory atrakcyjne, jak i nieatrakcyjne, a także ocenić dynamikę zmian w latach 2002-2006. Możliwe było też badanie zróżnicowania przedsiębiorstw w sektorach. Na ich podstawie można stwierdzić, że przedsiębiorstwa zaliczone do poszczególnych sektorów nie są jednorodne, ponadto realizują różne strategie.

Ocena stóp zwrotu z kapitału własnego stanowi punkt wyjścia i jest źródłem cennych informacji. Nie jest jednak wystarczająca. Powinna ona znaleźć swoją kontynuację w bardziej szczegółowej analizie uwarunkowań zewnętrznych i wewnętrznych konkretnego przedsiębiorstwa.

## THE SECTOR RATES OF RETURN IN CORPORATE VALUE MANAGEMENT

### Summary

The aim of this article was to performance a possibility of utilization sector returns on equity, and its variety in formulating increasing value strategy. The theoretical consideration enriched empirical investigations. Averages, minimum and maximum sector rates of return of Polish companies between 2002-2006 had been established and analyzed.

*Translated by Wanda Skoczylas*