

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 326

Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Redaktorzy naukowi
Adam Kopiński, Agnieszka Bem



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2014

Redaktor Wydawnictwa: Jadwiga Marcinek
Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz
Korektor: Barbara Łopusiewicz
Łamanie: Małgorzata Czupryńska
Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:
www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,
w Dolnośląskiej Bibliotece Cyfrowej www.dbc.wroc.pl,
The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,
a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon
http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się
na stronie internetowej Wydawnictwa
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2014

ISSN 1899-3192
ISBN 978-83-7695-412-7

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	9
Iwona D. Czechowska: Kondycja gospodarstw domowych i konsumentów (60+) oraz uwarunkowania rynkowe ich zachowań	11
Joanna Duda: Działalność finansowa i inwestycyjna polskich MSP w kontekście międzynarodowym	21
Ewa Dziawgo: Hybrydowa opcja collar – analiza własności	35
Anna Feruś: Rola i znaczenie metody granicznej analizy danych w szacowaniu ryzyka kredytowego przedsiębiorstw	49
Beata Guziejewska: Polityka kształtowania dochodów samorządu terytorialnego w świetle wybranych koncepcji teoretycznych.....	60
Marcin Jamroży, Agnieszka Kopeć, Stephan Kudert: Opodatkowanie opcji pracowniczych w relacji polsko-niemieckiej.....	71
Jacek Jaworski: Luki w zarządczych informacjach finansowych a zmiany przychodów i zysków małych przedsiębiorstw w Polsce. Wyniki badań...	82
Marta Kacprzyk: Kierunki zmian marży zysku operacyjnego spółek wchodzących na rynek regulowany GPW w Warszawie	93
Jerzy Kitowski: Metody oceny kondycji finansowej przedsiębiorstw budowlanych.....	104
Marzena Krawczyk: Wydatki przedsiębiorstw na działalność badawczo-rozwojową a pomiar innowacyjności	115
Jarosław Kubiak: Ryzyko kredytowe a wykorzystanie długu krótkoterminowego przez przedsiębiorstwa.....	123
Agnieszka Kuś, Magdalena Hodun: Determinanty kształtowania się wskaźnika EPS wybranych spółek przemysłu spożywczego i metalowego – ujęcie modelowe	133
Justyna Łukomska-Szarek: Operacyjna i całkowita zdolność do rozwoju samorządów terytorialnych państw Grupy Wyszehradzkiej.....	143
Przemysław Panfil: Czy Polsce potrzebny jest Pakt Fiskalny?	154
Agnieszka Pawłowska: Identyfikacja zagrożeń związanych z ryzykiem przerwy w działalności gospodarczej małych i średnich przedsiębiorstw.....	163
Joanna Pawłowska-Tyszko, Michał Soliwoda: Stan rozwoju rolnictwa a system podatkowy wybranych państw UE	171
Agnieszka Perepeczo: Reakcja inwestorów na decyzje o wypłacie dywidendy a kryzys finansowy	184

Aleksandra Pieloch-Babiarz: Wysokość pieniężnych wypłat dywidendy a kształtowanie się kursu giełdowego akcji spółek w pierwszym dniu notowań „Bez dywidendy”	196
Artur Sajnog: Wpływ kapitalizacji rezerw na długookresową rentowność publicznych spółek giełdowych.....	209
Maria Sierpińska: Zastosowanie nettingu w rozliczeniach wewnątrz korporacyjnych.....	222
Agata Sierpińska-Sawicz: Alternatywne do akcji formy lokowania kapitału i ich stopy zwrotu.....	232
Dariusz Siudak: Analiza czasu trwania faz procesu migracji wartości przedsiębiorstw	243
Dorota Starzyńska, Wacława Starzyńska: Przedsiębiorstwa z kapitałem zagranicznym na rynku zamówień publicznych w Polsce. Analiza porównawcza z firmami krajowymi.....	259
Małgorzata Szalucka: <i>Joint venture versus</i> samodzielne prowadzenie działalności poza granicami kraju – doświadczenia polskich inwestorów bezpośrednich.....	271
Stanisław Urbański, Maciej Winiarz, Kacper Urbański: Ocena zarządzania polskimi funduszami Inwestycyjnymi w latach 2000-2011	284
Aldona Uziębło: Ujęcie działalności finansowej w rachunku przepływów pieniężnych a weryfikacja prawidłowości sprawozdania finansowego.....	296
Stanisław Wieteska: Ubezpieczenie odpowiedzialności cywilnej wprowadzającego sprzęt elektryczny i elektroniczny	306
Anna Wildowicz-Giegiel: Zdolność konkurencyjna a rentowność przedsiębiorstw w Polsce w latach 2001-2010	318
Radosław Witczak: Odzyskanie VAT naliczonego w podmiotach leczniczych	328
Elżbieta Wrońska-Bukalska: Wykup akcji własnych i dywidenda jako narzędzia obrony przed wrogim przejęciem.....	336
Stefan Wrzosek: Krytyka wybranych propozycji dotyczących rachunku efektywności inwestycji rzeczowych	344
Dariusz Zawadka: Wpływ kryzysu na rynkach finansowych na kondycję europejskich alternatywnych systemów obrotu.....	353
Danuta Zawadka, Agnieszka Strzelecka: Struktura terminowa zobowiązań przedsiębiorstw rolniczych z tytułu kredytu bankowego – ujęcie porównawcze	365
Beata Zyznarska-Dworczak: Zintegrowane instrumentarium rachunkowości zarządczej kluczem do zarządzania kosztami we współczesnym przedsiębiorstwie	377

Summaries

Iwona D. Czechowska: The condition of households and consumers (60+) and market factors of their behaviour	20
Joanna Duda: Financial and investment activity of Polish SMEs in the international context	34
Ewa Dziawgo: Hybrid options collar – the analysis of properties	48
Anna Feruś: Role and importance of Data Envelopment Analysis method for the estimation of companies' credit risk	59
Beata Guziejewska: Local government revenues policy in the light of selected theoretical concepts.....	70
Marcin Jamróży: Taxation of employee stock options in the German-Polish relations.....	81
Jacek Jaworski: Gaps in managerial financial information and changes of revenue and profit in small enterprises in Poland. Research results.....	92
Marta Kacprzyk: Trends in changes of operating profit margin of companies which are going public and getting listed on the Warsaw Stock Exchange	103
Jerzy Kitowski: Assessment methods of building enterprises financial standing	114
Marzena Krawczyk: Expenditures of enterprises on research and development activity versus measurement of innovation	122
Jarosław Kubiak: Credit risk and the use of short-term debt by companies ..	132
Agnieszka Kuś, Magdalena Hodun: Determinants of shaping the EPS rate of some companies of food and metal industry – model approach	142
Justyna Łukomska-Szarek: Operational and overall capability of Visegrád Group countries to develop local governments	153
Przemysław Panfil: Does Poland need Fiscal Compact?.....	162
Agnieszka Pawłowska: Identification of hazards of business interruption risk in small and medium sized enterprisers.....	170
Joanna Pawłowska-Tyszko, Michał Soliwoda: State of agricultural development vs. tax systems in selected EU countries	183
Agnieszka Perepeczo: The reaction of investors to changes in the dividend policy and the financial crisis	195
Aleksandra Pieloch-Babiarz: Amount of cash dividend payments and the „ex-dividend” day return's formation	208
Artur Sajnog: The impact of capitalization of reserves on long-term profitability in public quoted companies.....	221
Maria Sierpińska: The use of netting in accounts settlements within the corporation	231
Agata Sierpińska-Sawicz: Alternative to stocks forms of capital investing and their rates of return.....	242

Dariusz Siudak: The duration analysis of enterprises' value migration stages.....	258
Dorota Starzyńska, Wacława Starzyńska: Enterprises with foreign capital on the public procurement market in Poland. Comparative analysis with domestic firms.....	269
Małgorzata Szalucka: <i>Joint venture versus solo venture</i> outside the country – experience of Polish direct investors	283
Stanisław Urbański, Maciej Winiarz, Kacper Urbański: Evaluation of the management of Polish investment funds in the last decade	295
Aldona Uziębło: Including the financial activity in the account of cash flows and verification of the correctness of financial statement.....	305
Stanisław Wieteska: Liability insurance of companies introducing electrical and electronic equipment.....	317
Anna Wildowicz-Giegiel: Competitive ability and profitability of enterprises in Poland in the years 2001-2010	327
Radosław Witczak: Factors influencing the possibility of receiving the input tax in health care unites – chosen issues	335
Elżbieta Wrońska-Bukalska: Shares repurchases and dividend payout as methods of defense against hostile takeovers.....	343
Stefan Wrzosek: Critique of chosen propositions regarding real investment efficiency calculation	352
Dariusz Zawadzka: Impact of the financial markets crisis on the alternative European investment markets' standing	364
Danuta Zawadzka, Agnieszka Strzelecka: Term structure of agricultural companies' bank loan liabilities – comparative approach.....	376
Beata Zyznarska-Dworczak: Integration of management accounting instruments for cost management in modern enterprise	385

Artur Sajnog

Uniwersytet Łódzki

WPLYW KAPITALIZACJI REZERW NA DLUGOOKRESOWĄ RENTOWNOŚĆ PUBLICZNYCH SPÓŁEK GIEŁDOWYCH

Streszczenie: Problematyka podwyższania kapitału zakładowego spółek giełdowych w trybie kapitalizacji rezerw wpłata się w nurt strategii zarządzania finansami przedsiębiorstwa, który jest powiązany ze strategią wzrostu wartości rynkowej. Podjęcie tego typu badań teoretyczno-empirycznych wynika z potrzeby i zarazem konieczności diagnozowania i oceny wpływu zmian struktury kapitału własnego na efektywność przedsiębiorstw w warunkach polskiego rynku kapitałowego. Niezbędne staje się więc bliższe rozpoznanie siły i charakteru wpływu kapitalizacji rezerw nie tylko na poziom i strukturę kapitału własnego, lecz przede wszystkim na efektywność danej spółki, wyrażoną m.in. kształtowaniem się jej rentowności w dłuższym okresie.

Słowa kluczowe: kapitalizacja rezerw, podwyższanie kapitału zakładowego, rentowność przedsiębiorstwa.

1. Wstęp

Głównym celem opracowania jest zweryfikowanie tezy o istnieniu pozytywnej relacji między kapitalizacją rezerw a rentownością publicznych spółek giełdowych notowanych na rynku regulowanym GPW w Warszawie. W realizacji podjętego celu zawarte jest założenie o znaczącej roli podwyższania kapitału zakładowego ze środków własnych spółki nie tylko w kształtowaniu efektywności ekonomicznej jednostki, ale również we wzroście wartości rynkowej przedsiębiorstwa.

Kształtowanie kapitału zakładowego jest poważnym wyzwaniem wzrostu wiarygodności i zaufania do przedsiębiorstwa ze strony cen rynkowych akcji, efektywności ekonomicznej oraz wartości przedsiębiorstwa, który może decydować o jego sprawnym i bezpiecznym funkcjonowaniu. Dylemat ten dotyczy także kwestii podwyższania kapitału zakładowego bez dopływu środków do spółki, którego konsekwencją może być zmiana rentowności jednostki. Kapitalizacja rezerw, powodująca wzmocnienie sytuacji akcjonariuszy (uzyskują oni większą liczbę akcji bądź akcje większej wartości), może pozytywnie oddziaływać na kształtowanie się cen akcji

na rynku. Powstaje również pytanie, czy tego rodzaju zmiany w strukturze kapitału własnego znajdują odzwierciedlenie we wzroście rentowności przedsiębiorstwa w długim okresie.

2. Istota podwyższania kapitału zakładowego ze środków własnych spółki akcyjnej

Podstawą długoterminowego sukcesu oraz bezpiecznej polityki spółki są m.in. stałe i gwarantowane własne bazy kapitałowe. Jest to niezbędne dla procesów innowacji, ekspansji oraz zabezpieczenia przed ewentualnym kryzysem. Podstawowymi przesłankami zwiększania bazy kapitału własnego mogą być m.in. [Prätsch i in. 2007, s. 57]:

- 1) rozszerzenie zdolności przedsiębiorstwa (inwestycje rzeczowe),
- 2) tworzenie udziałów w innych spółkach (inwestycje kapitałowe),
- 3) dokonanie zmian w wielkości produkcji (postęp technologiczny),
- 4) zastąpienie długu kapitałem własnym (zmiana struktury kapitałowej),
- 5) poprawa struktury kapitałowej (wzrost wartości przedsiębiorstwa).

Szczególnym rodzajem powiększania bazy kapitałowej spółek akcyjnych jest podwyższanie kapitału zakładowego, którego wartość można traktować jako kluczową zmienną warunkującą powstanie i funkcjonowanie przedsiębiorstwa oraz jego wypłacalność wobec interesariuszy. Zgodnie z art. 430-454 Kodeksu spółek handlowych (dalej: K.s.h.), spółki akcyjne mają do dyspozycji cztery metody podwyższania kapitału zakładowego:

- a) zwykle podwyższenie kapitału zakładowego,
- b) warunkowe podwyższenia kapitału zakładowego,
- c) podwyższenie oparte na kapitale docelowym,
- d) podwyższenie ze środków spółki.

Ostatnia z metod wiąże się z kapitalizacją rezerw, oznaczającą podwyższenie kapitału zakładowego na skutek przesunięcia do niego środków ewidencjonowanych w kapitałach rezerwowych spółki utworzonych z zysku, w tym także kapitału rezerwowego powstałego wskutek obniżenia kapitału zakładowego, kapitałów rezerwowych utworzonych z zysku, które zgodnie ze statutem mogą być przeznaczone do podziału między akcjonariuszy, oraz z kapitału zapasowego [Szajkowski, Tarska 2005, s. 565]. Podwyższenie kapitału zakładowego ze środków własnych spółki akcyjnej wiąże się ze zmianą zapisów w jej pasywach, w wyniku czego zwiększa się wartość kapitału zakładowego, a zmniejsza pozycje innych kapitałów. Tym samym aby podwyższyć kapitał zakładowy w trybie kapitalizacji rezerw, niezbędne jest posiadanie przez spółkę „wolnych” zasobów kapitałowych. Walne zgromadzenie akcjonariuszy może podwyższyć kapitał zakładowy, przeznacząc na to środki z innych kapitałów utworzonych z zysku, jeżeli mogą być one użyte na ten cel. Należy jednak pozostawić taką część środków, które mogą być przeznaczone do podziału, jaka odpowiada niepokrytym stratom oraz akcjom własnym [K.s.h., art. 442].

Podwyższenie kapitału zakładowego ze środków własnych spółki jest możliwe przy spełnieniu następujących przesłanek:

- 1) zostaje podjęta uchwała walnego zgromadzenia akcjonariuszy;
- 2) na przekształcenie w kapitał zakładowy wykorzystano tylko te kapitały, które mogą być użyte na ten cel;
- 3) zatwierdzone sprawozdanie za ostatni rok obrotowy wykazuje zysk, a opinia biegłego rewidenta nie zawiera istotnych zastrzeżeń dotyczących sytuacji finansowej spółki;
- 4) jeśli sprawozdanie finansowe zostało sporządzone na sześć miesięcy przed walnym zgromadzeniem, o którym mowa powyżej, niezbędne jest przedstawienie i zbadanie przez biegłego rewidenta nowego bilansu, rachunku zysków i strat oraz informacji dodatkowej [Koch, Napierała 2007, s. 448].

Powyższe założenia kapitalizacji rezerw powodują, iż nie powinno mieć miejsca kreowanie fałszywego obrazu sytuacji finansowej spółki. Niedopuszczalne jest podwyższanie kapitału zakładowego z jej środków w sytuacji generowania strat finansowych. Należy podkreślić, iż kapitalizacja rezerw ma charakter wyłącznie „papierowy” (księgowy), gdyż polega na przepisaniu środków wykazanych w bilansie na pozycję „kapitał zakładowy”. Przy dokonywaniu podwyższenia kapitału zakładowego w tym trybie nie następuje zwiększenie wartości majątku spółki, lecz jest to wyłącznie zmiana po stronie struktury kapitału własnego [Sajnog 2012, s. 483]. Mając na względzie powyższe, „księgowe” podwyższanie kapitału zakładowego w literaturze przedmiotu określa się także mianem kapitalizacji wewnętrznej [Kidyba 2010, s. 784-786] bądź emisji kapitalizacyjnej¹ [Davies 1993, s. 123-129]. Podwyższenia kapitału zakładowego ze środków własnych spółki akcyjnej można dokonać, zwiększając liczbę akcji lub zwiększając wartość nominalną akcji będących w obrocie (tzw. renomacja) [Czechowska 2000, s. 59], albo zwiększając liczbę akcji i zarazem zwiększając wartość nominalną akcji.

Akcje przydzielane w trybie kapitalizacji wewnętrznej przysługują akcjonariuszom proporcjonalnie do ich udziałów w kapitale zakładowym. Jednakże na mocy uchwały walnego zgromadzenia nie wymagają one objęcia. Akcjonariusze otrzymują bowiem tzw. akcje gratisowe², nazywane także „podwyżką gratisową” [Kidyba 2010, s. 689], na które nie dokonują żadnych wpłat na rzecz spółki.

W przypadku kwot przepisanych z kapitałów rezerwowych i kapitału zapasowego może się jednak zdarzyć, że akcjonariuszom przypadłyby części ułamkowe akcji. Sytuacja ta nastąpi, gdy iloraz akcji uzyskanych na skutek podwyższenia kapitału zakładowego ze środków własnych oraz liczby uprawnionych akcjonariuszy nie będzie stanowił liczby całkowitej, wynikającej z ogólnych reguł proporcjonal-

¹ Emisja kapitalizacyjna oznacza emisję „akcji gratisowych” (*bonus issue*).

² Termin „akcje gratisowe” jest nieco mylący, gdyż źródłem tworzenia rezerw był wygospodarowany w spółce zysk w postaci kapitału zapasowego lub rezerwowego, więc akcjonariusze w pewnym sensie opłacili te akcje.

nego przyznawania akcji [Skowroński, Świrski 2009, s. 56]. Jeżeli akcjonariuszom miałyby przypaść części ułamkowe nowych akcji, wówczas walne zgromadzenie akcjonariuszy może podjąć następujące decyzje:

- 1) emisja i wydanie akcjonariuszom akcji, które nie są pokryte w pełni ze środków spółki, pod warunkiem uiszczenia przez nich dopłat do pełnej ceny emisyjnej;
- 2) wypłata akcjonariuszom stosownych kwot, stanowiących różnicę między ceną emisyjną a wartością nominalną nieobjętych części ułamkowych akcji, z jednoczesnym wezwaniem zarządu do złożenia przez akcjonariuszy dokumentów akcji celem ich aktualizacji [Szajkowski, Tarska 2005, s. 566].

Warto podkreślić, iż w konsekwencji kapitalizacji rezerw, mimo zwiększenia liczby akcji posiadanych przez akcjonariuszy, nie ulega zmianie ich procentowy udział w kapitale zakładowym. Tym samym nie powoduje to efektu tzw. rozwodnienia kapitału własnego, któremu na skutek zwiększenia liczby akcji w obrocie towarzyszyć może spadek współczynników rentowności tego kapitału.

3. Cele i efekty kapitalizacji rezerw

Podwyższenie kapitału ze środków spółki jest operacją czysto rachunkową i skutkuje zmianą struktury bilansu spółki (pasywów). Ma to swoje praktyczne konsekwencje dla dyscypliny finansowej spółki akcyjnej, gdyż więcej jej składników majątkowych poddanych zostaje surowszemu reżimowi prawnemu kapitału zakładowego [Koch, Napierała 2007, s. 487]. Bezsprzecznie należy stwierdzić, że kapitalizacja rezerw silniej wiąże środki finansowe spółki, które dotychczas stanowiły część kapitału zapasowego lub rezerwowego, oraz zwiększa gwarancję jej wypłacalności. Ponadto podwyższenie kapitału w trybie kapitalizacji rezerw zwiększa kwotę nienaruszalnego kapitału zapasowego, do którego odprowadza się co najmniej 8% zysku netto za dany rok obrotowy, dopóki ten kapitał nie osiągnie co najmniej jednej trzeciej kapitału zakładowego (art. 396 K.s.h.). Środki te nie mogą bowiem być przeniesione na kapitał zakładowy, gdyż służą jedynie pokryciu straty finansowej [Sołtysiński i in. 2008, s. 1512].

Można zakładać, że podwyższanie kapitału zakładowego ze środków własnych spółki pośrednio wpływa na jej zdolność kredytową czy zwiększenie możliwości zabezpieczenia kredytu. Oddziaływanie tego typu należy jednak uznać za pozorne, gdyż wiarygodność finansowa spółki oceniana jest nie na podstawie wielkości kapitału zakładowego, lecz wyceny całego majątku. Z tego też względu kapitał zakładowy nie odzwierciedla w pełni zdolności kredytowej spółki [Wiśniewski 1994, s. 98-102].

Efektom kapitalizacji rezerw jest nie tylko zwiększenie dyscypliny finansowej w spółce oraz jej wiarygodności wśród wierzycieli (np. kredytodawców), ale łączy się z kwestią płynności akcji. Obniżanie ich ceny przez akcjonariuszy większościowych może bowiem skutkować po pierwsze obniżką przyszłych wypłat dywidend, a po drugie zwiększeniem płynności i dostępności akcji dla nowych inwestorów

[Sołtysiński i in. 2008, s. 1512]. Owo obniżanie ceny akcji jest z reguły następstwem zwiększenia ich liczby [Hüffer 2008, s. 911]. Podkreślić należy, iż ograniczenie tego efektu ma miejsce przy kapitalizacji rezerw w drodze renominacji, gdyż akcjonariuszom nie są wówczas przyznawane „gratisowe” akcje.

Ponieważ akcjonariusze otrzymują dodatkowe akcje gratisowe przy takiej samej wartości majątku, to po podwyższeniu kapitału zakładowego udział akcjonariusza w majątku spółki odzwierciedla odpowiednio większa liczba akcji. Oznacza to, iż kapitalizacja rezerw powoduje obniżenie wartości współczynnika kursu bilansowego³, czyli relacji wartości księgowej kapitału własnego (kapitału bilansowego) do kapitału zakładowego [Ostaszewski, Cicirko 2007, s. 104].

Abstrahując od oddziaływania kapitalizacji rezerw na spadek współczynnika kursu bilansowego, proces podwyższania kapitału zakładowego bez dopływu środków pieniężnych do spółki związany jest w głównej mierze ze zwiększaniem jej wiarygodności wobec podmiotów zewnętrznych. Może jednak realizować również inne cele, m.in.:

- a) rozwój spółki,
- b) ściślejsze powiązanie kapitału ze spółką,
- c) poradzenie sobie z problemami ze sprzedażą akcji lub spadkiem ich cen na rynku,
- d) dostosowanie się do różnego rodzaju wymagań administracyjno-prawnych,
- e) konwersja wierzytelności na akcje,
- f) zamiar wejścia spółki na giełdę,
- g) wydanie akcji akcjonariuszom zamiast dywidendy [Sajnog 2012, s. 485-486].

A. Czechowska podaje [2000, s. 37], że wykorzystanie kapitału rezerwowego lub zapasowego może stać się środkiem zaradczym niemożności rozprowadzenia dywidendy w gotówce, a ponadto może towarzyszyć polityce utrudniania „transferowania” środków do kapitałów rezerwowych albo kapitału zapasowego, podjętej z przyczyn fiskalnych lub inwestycyjnych. K. Skawiańczyk [1999, s. 16] twierdzi ponadto, iż kapitalizacja rezerw prowadzi do wyrównania proporcji między wartością nominalną a rzeczywistym majątkiem spółki. Pogląd ten prezentuje wprawdzie w odniesieniu do spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, jednak w zakresie prawnych i ekonomicznych skutków kapitalizacji rezerw pozostaje on aktualny także w stosunku do spółki akcyjnej.

Najbardziej zmiennym celem kapitalizacji rezerw w spółkach akcyjnych wydaje się powiązanie tego trybu podwyższania kapitału zakładowego zarówno z reakcją cen akcji na giełdzie (ujęcie krótkookresowe), jak i uzyskiwaną rentownością jednostki (ujęcie długookresowe). Badania przeprowadzone na rynku niemieckim potwierdzają hipotezę o pozytywnej reakcji rynku na podwyższenie kapitału za-

³ W literaturze niemieckojęzycznej wskazuje się także na tzw. skorygowany współczynnik kursu bilansowego, który oparty jest na efektywnym kapitale własnym, czyli wartości bilansowej kapitału własnego powiększonej o tzw. ciche rezerwy; por. [Wöhe i in. 2011, s. 69].

kładowego ze środków własnych spółki, jednakże po takiej zmianie obserwuje się spadek długoterminowej rentowności [Wöhe i in. 2011, s. 316]. Powstaje zatem pytanie, jak kształtuje się owa rentowność po przeprowadzeniu kapitalizacji rezerw na polskim rynku kapitałowym.

Uzyskanie środków pieniężnych w drodze kapitalizacji rezerw jest możliwe raczej w krótkim czasie i nie pociąga za sobą dodatkowych kosztów pozyskiwania kapitału z zewnątrz (koszty emisji czy koszty obsługi bankowej). W tym względzie kapitalizacja wewnętrzna nie generuje ryzyka płynności oraz ryzyka wypłacalności, które pojawiają się przy korzystaniu z zewnętrznych kapitałów obcych (obligacje, kredyty, faktoring, franchising itp.). Konsekwencją może być zatem obniżka kosztów i poprawa efektywności działania przedsiębiorstwa. Z drugiej jednak strony przeniesienie zysków zatrzymanych zgromadzonych w kapitale zapasowym lub kapitałach rezerwowych na kapitał zakładowy prowadzi do trwałego ograniczenia możliwości samofinansowania przedsiębiorstwa. Wyższa wartość kapitału zakładowego stanowi co prawda o zwiększeniu gwarancji wypłacalności spółki, lecz staje się niejako kosztem utraconych możliwości, które mogłaby ona wykorzystać, inwestując zysk zatrzymany. Podkreślić należy, że to właśnie zysk zatrzymany kształtuje możliwości finansowania przedsiębiorstwa, jest czynnikiem wzmagającym zainteresowania akcjonariuszy wzrostem cen akcji na skutek reinwestycji tego zysku, może motywować właścicieli kapitału do jego pomnażania, a w efekcie powodować wzrost długookresowej efektywności przedsiębiorstwa. Powyższe poglądy stanowią zatem faworyzację negatywnych zmian rentowności przedsiębiorstwa na skutek przeprowadzenia podwyższenia kapitału zakładowego w trybie kapitalizacji wewnętrznej.

4. Ocena procesu podwyższania kapitału zakładowego ze środków własnych spółek akcyjnych notowanych na rynku regulowanym GPW w Warszawie

Mając na uwadze potrzebę zdiagnozowania na polskim rynku kapitałowym skali wykorzystania kapitalizacji rezerw, badaniem objęto 446 spółek notowanych na rynku regulowanym GPW w Warszawie. Diagnoza została oparta na danych dotyczących emisji i operacji korporacyjnych, prezentowanych przez Notoria Serwis SA. Uwzględniając założenie oceny długookresowej zależności między kapitalizacją rezerw a efektywnością ekonomiczną spółek, wybrano piętnastoletni okres badawczy: lata 1997-2011.

Ocena metod podwyższania kapitału zakładowego pozwoliła uzyskać odpowiedź na pytanie, czy rozważając decyzję o podwyższeniu kapitału zakładowego, polskie spółki publiczne wykorzystują w tym celu własne środki? Weryfikacja tej hipotezy dowodzi bowiem roli i znaczenia kapitalizacji rezerw na polskim rynku kapitałowym.

Wnikliwa analiza danych dotyczących emisji i operacji korporacyjnych dowiodła, iż skala wykorzystania metod podwyższania kapitału zakładowego ze środków własnych spółek akcyjnych notowanych na rynku regulowanym GPW w Warszawie

Tabela 1. Kapitalizacje rezerw giełdowych spółek akcyjnych w latach 1997-2011

Spółki	Forma kapitalizacji rezerw	Data WZA
ALCHEMIA	R-KZ	1997-10-29
APATOR		2002-11-25
ATM		1998-03-04
		1998-11-16
COMARCH		1998-03-19
		1999-06-28
ENERGOAPARATURA		1998-06-29
PFLEIDERER GRAJEWO		1997-05-16
HYDROTOR		1997-06-16
INSTAL KRAKÓW	E-KZ	1998-09-19
KCI	R-KZ	1997-05-27
KGHM POLSKA MIEDŹ	E-KZ	1997-04-30
LIBET		1998-08-26
PROTEKTOR		1997-10-16
MOSTOSTAL PŁOCK	E-KR	1998-03-14
MUZA	R-KZ	1997-04-07
PBS FINANSE	E-KZ	1998-02-21
POLLENA-EWA		1997-06-28
POLNA	R-KZ	1997-04-07
ROPCHYCE	E-KZ	1997-03-25
SANWIL	R-KZ	1997-06-19
SIMPLE		1999-06-11
SKOTAN		1998-04-21
STALPROFIL	E-KZ	1998-10-30
TALEX		1998-05-08
		1998-06-16
TIM		1997-04-30
		2000-05-13
TP	R-KZ	1998-06-25
WISTIL		1997-06-18
YAWAL	E-KR	1997-01-30
ZASTAL	E-KZ	1997-06-28
ZPUE	R-KZ	1998-04-28

R – renominacja; E – emisja; KZ – wykorzystanie kapitału zapasowego; KR – wykorzystanie kapitałów rezerwowych

Źródło: opracowanie własne, na podstawie danych Notoria Serwis SA.

była zaskakująco niewielka. Wyniki zaprezentowane w tabeli 1 wskazują bowiem, że w badanym piętnastoleciu z możliwości przeniesienia kapitału zapasowego lub kapitałów rezerwowych na kapitał zakładowy skorzystało 29 spółek, co stanowi jedynie ok. 7% analizowanych jednostek. W większości przypadków kapitalizacja rezerw polegała na przeniesieniu kapitału zapasowego na kapitał zakładowy. Jedynie na dwóch posiedzeniach walnego zgromadzenia akcjonariuszy zapadły decyzje o przeznaczeniu na podwyższenie kapitału zakładowego środków zgromadzonych w kapitałach rezerwowych. Poza tym, z wyjątkiem spółek ATM SA, COMARCH SA, TALEX SA oraz TIM SA, decyzja o „papierowym” podwyższeniu kapitału zakładowego zapadła w całym badanym okresie tylko raz.

Mając na względzie szczegółową ocenę podwyższenia kapitału zakładowego ze środków własnych badanych spółek, podkreślić należy, iż ok. 64% przypadków dotyczyło uchwał walnego zgromadzenia akcjonariuszy zwiększających wartość nominalną akcji będących w obrocie (tzw. renominacja). Pozostałe decyzje odnosiły się do trybu emisji akcji „gratisowych”.

Warto zauważyć, iż największa skala wykorzystania kapitalizacji rezerw dotyczyła lat 1997-1998. W późniejszym okresie na podwyższenie kapitału zakładowego z własnych środków zdecydowały się jedynie cztery spółki – SIMPLE SA i COMARCH SA w 1999 r., TIM SA w 2000 r. oraz APATOR SA w 2002 r. Z danych Notoria Serwis SA wynika, że od 2003 do 2012 r. nie odnotowano żadnego przypadku przeprowadzenia kapitalizacji wewnętrznej w spółkach notowanych na rynku regulowanym w Warszawie.

5. Analiza zależności między kapitalizacją rezerw a rentownością spółek giełdowych

Spośród 29 spółek, które przeprowadziły kapitalizację rezerw w latach 1997-2011, z dalszych badań wykluczono trzy: ATM SA, PFLEIDERER GRAJEWO SA oraz LIBET SA. Powodem ich pominięcia w analizie był brak dostępności danych za cały okres badawczy.

Dla scharakteryzowania relacji podwyższania kapitału zakładowego ze środków własnych spółek ze stopniem uzyskiwanej przez nie rentowności wykorzystano dwa współczynniki:

1) współczynnik rentowności kapitału własnego *ROE* (*return on equity ratio*), wyrażony następująco:

$$ROE = \frac{EAT}{\bar{E}},$$

gdzie: *EAT* – zysk netto,

\bar{E} – przeciętna wartość księgową kapitału własnego⁴;

⁴ Do obliczeń zastosowano miary średnie, ustalone jako średnia arytmetyczna wartości bilansowych z początku i końca roku obrotowego.

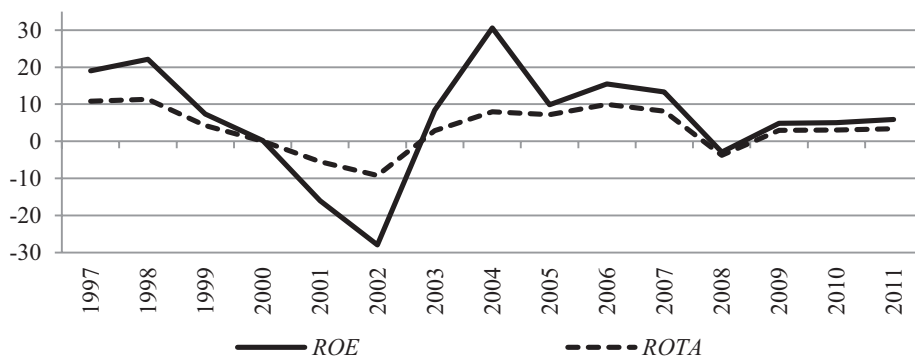
2) współczynnik rentowności aktywów całkowitych *ROTA* (*return on total assets ratio*), który przyjął postać:

$$ROTA = \frac{EAT}{TA},$$

gdzie: \overline{TA} – przeciętna wartość księgowa aktywów całkowitych, pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Warto w tym miejscu zaznaczyć, iż stosując powyższe współczynniki, można spotkać się z sytuacją, gdy w sprawozdaniu finansowym spółka wykazuje stratę finansową netto przy dodatniej wartości kapitału własnego bądź całkowitego (deficytowość przedsiębiorstwa)⁵.

W badanym piętnastoleciu średnie współczynniki rentowności aktywów całkowitych oraz rentowności kapitału własnego badanych spółek przyjęły zarówno wartości dodatnie, jak i ujemne, wskazujące na deficytowość przedsiębiorstw. Uogólniając, rentowność analizowanych jednostek zmniejszała się w latach 1998-2002, a w dwóch następnych okresach zwiększała. Kolejne zmiany były już zróżnicowane (zob. rys. 1).

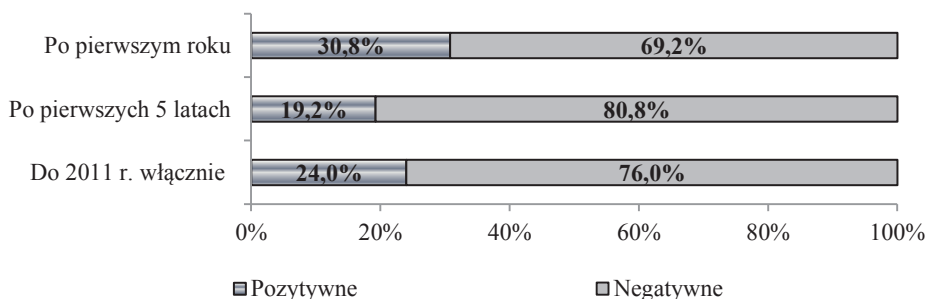


Rys. 1. Zmiany współczynników *ROE* oraz *ROTA* badanych spółek w latach 1997-2011 (dane w %)

Źródło: jak w tabeli 1.

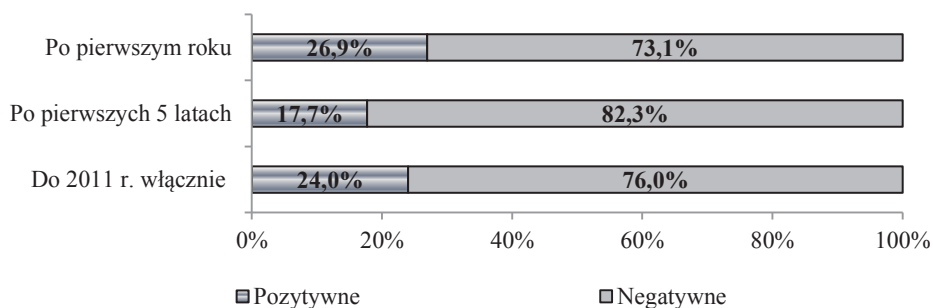
Szczegółowe badania empiryczne nad zmianami rentowności spółek po przeprowadzeniu kapitalizacji rezerw dowodzą występowania pewnej prawidłowości. Wyraża się ona tym, iż sięgając badaniem do ostatniego analizowanego okresu (2011 r.), obliczone współczynniki rentowności aktywów całkowitych i kapitału własnego po przeprowadzeniu kapitalizacji rezerw w większości przypadków okazały się niższe niż oszacowane dla roku, w którym nastąpiło podwyższenie kapitału zakładowego ze środków własnych spółki (zob. rys. 2 i 3).

⁵ Deficytowość przedsiębiorstwa oznacza, iż angażowanie kapitału powoduje stratę finansową. Zależność taką można nazwać współczynnikiem deficytowości lub współczynnikiem straty finansowej.



Rys. 2. Charakter zmian rentowności kapitału własnego po przeprowadzeniu kapitalizacji rezerw

Źródło: jak w tabeli 1.

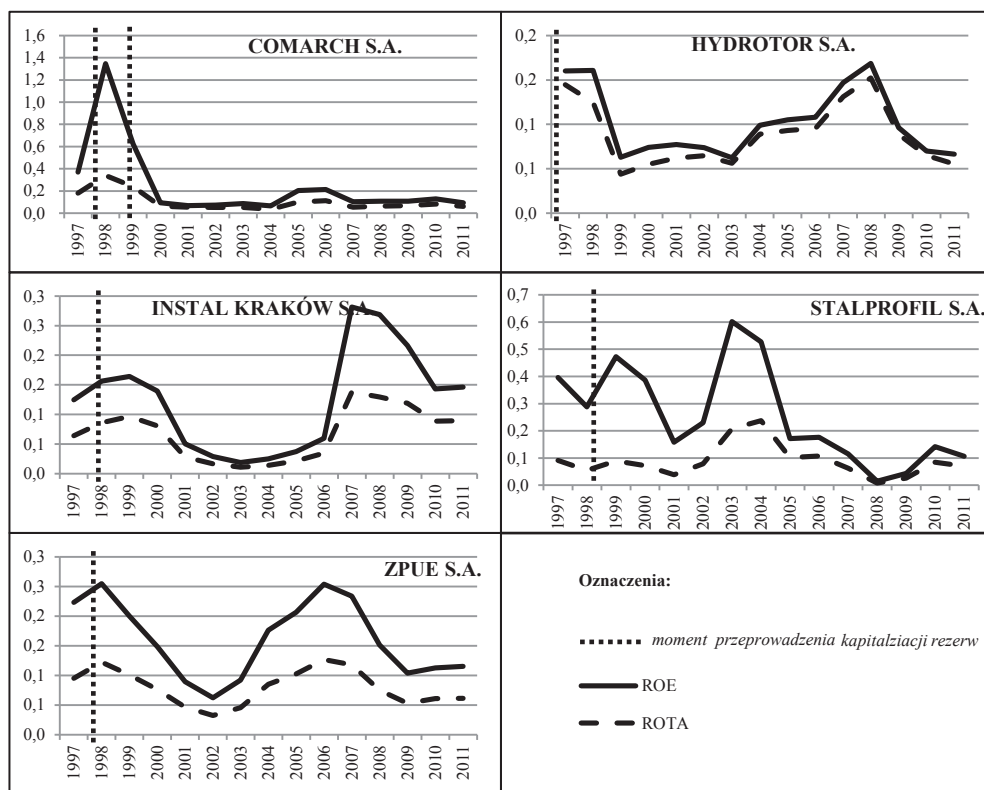


Rys. 3. Charakter zmian rentowności aktywów całkowitych po przeprowadzeniu kapitalizacji rezerw

Źródło: jak w tabeli 1.

Znaczne pogorszenie się rentowności przedsiębiorstw nastąpiło w ciągu pierwszych pięciu lat następujących po przeprowadzeniu kapitalizacji wewnętrznej. Sytuacja ta dotyczyła blisko 81% obliczonych współczynników rentowności kapitału własnego oraz ponad 82% współczynników rentowności aktywów całkowitych. Obserwacja pozytywnych zmian rentowności badanych jednostek pozwala stwierdzić, iż zmiany te najbardziej widoczne były w pierwszym roku po przeprowadzeniu kapitalizacji rezerw.

Ograniczając badanie wyłącznie do pięciu przedsiębiorstw, w których obliczone współczynniki rentowności były dodatnie (brak deficytowości), stwierdzić należy, iż w czterech z nich – HYDROTOR SA, INSTAL KRAKÓW SA, ZPUE SA oraz COMARCH SA – zaobserwowano pogorszenie się rentowności w kilku pierwszych latach po podwyższeniu kapitału zakładowego ze środków własnych (zob. rys. 4). W dłuższym jednak okresie zmiany te okazały się zróżnicowane.



Rys. 4. Kapitalizacja rezerw a zmiany rentowności wybranych spółek w latach 1997-2011

Źródło: jak w tabeli 1.

6. Podsumowanie

Analiza wpływu kapitalizacji rezerw na poszczególne mierniki efektywności danej spółki oraz jej porównanie z benchmarkiem (branżą), stanowiąc może o ocenie dalszego rozwoju działalności przedsiębiorstwa, co wiąże się ze zwiększeniem jego wiarygodności wobec podmiotów zewnętrznych, ograniczaniem ryzyka płynności czy ryzyka wypłacalności, które pojawiają się przy korzystaniu z zewnętrznych kapitałów obcych.

Analizowane spółki akcyjne charakteryzowały się w badanym piętnastoleciu zróżnicowaniem wpływu kapitalizacji rezerw na rentowność kapitału. Należy jednak dodać, iż w większości przypadków po przeprowadzeniu podwyższenia kapitału zakładowego ze środków własnych zmiany rentowności kapitału własnego oraz rentowności aktywów całkowitych miały negatywny charakter. Najsilniejszy pejoratywny wpływ na zyskowność jednostek nastąpił w pierwszych pięciu latach

po podwyższeniu kapitału zakładowego. W dłuższym okresie odnotowano zarówno ujemne, jak i dodatnie odchylenia między współczynnikami rentowności aktywów całkowitych i kapitału własnego po przeprowadzeniu kapitalizacji wewnętrznej w relacji do roku, w którym nastąpiło podwyższenie kapitału zakładowego w takim trybie.

Biorąc pod uwagę powyższe wyniki, nie można jednoznacznie uznać stawianej hipotezy za potwierdzoną empirycznie. Jednak rezultaty analiz mogą stanowić podstawę do rozszerzenia dotychczasowych badań nad kształtowaniem struktury kapitału własnego. Powiązanie zagadnienia oceny rentowności spółek z procesem kapitalizacji rezerw może mieć poważne znaczenie dla wyboru i realizacji strategii zarządzania finansami przedsiębiorstwa pod kątem charakteru i tempa zmian strukturalnych w kapitale, który został zainwestowany w spółce.

Literatura

- Czechowska A., *Kapitalizacja rezerw w spółce akcyjnej z uwzględnieniem ustawodawstwa europejskiego*, Dom Wydawniczy Ostoja, Kraków 2000.
- Davies D., *Sztuka zarządzania finansami*, WN PWN, Warszawa 1993.
- Hüffner A., *Aktiengesetz. Kommentar*, C.H. Beck, Monachium 2008.
- Kidyba A., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, LEX a Wolters Kluwer business, Warszawa 2010.
- Koch A., Napierała J. (red.), *Prawo spółek handlowych: podręcznik akademicki*, LEX a Wolters Kluwer business, Warszawa 2007.
- Ostaszewski J., Cicirko T., *Finanse spółki akcyjnej*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2007.
- Prätsch J., Schikorra U., Ludwig E., *Finanz-Management*, Springer Verlag, Berlin–Heidelberg 2007.
- Sajnog A., *Kapitalizacja rezerw jako instrument kształtowania struktury kapitału własnego przedsiębiorstwa*, [w:] *Zarządzanie procesami restrukturyzacji. Koncepcje – Strategie – Analiza*, red. R. Borowiecki, A. Jaki, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2012.
- Skawiańczyk K., *Podwyższenie kapitału zakładowego metodą kapitalizacji rezerw*, „PPH” 1999, nr 19.
- Skowroński G., Świrski P., *Podwyższenie kapitału zakładowego spółki akcyjnej ze środków własnych*, „PPH” 2009, nr 9.
- Sołtysiński S., Szajkowski A., Szumański A., Szwaja J. (red.), *Kodeks spółek handlowych*, t. III, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2008.
- Szajkowski A., Tarska M., *Prawo spółek handlowych*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2005.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych, DzU 2000, nr 94, poz. 1037, z późn. zm.
- Wöhe G., Bilstein J., Ernst D., Häcker J., *Grundzüge der Unternehmensfinanzierung*, Vahlen Verlag, München 2011.
- Wiśniewski A.W., *Prawo o spółkach – podręcznik praktyczny. Spółka akcyjna*, t. 3, Twigger SA, Warszawa 1994.

THE IMPACT OF CAPITALIZATION OF RESERVES ON LONG-TERM PROFITABILITY IN PUBLIC QUOTED COMPANIES

Summary: The issue of increasing the share capital of listed companies under the capitalization of reserves is associated with the financial management strategy of an enterprise, which is related to the growth strategy of market value. Adopting this type of theoretical and empirical research follows from the need and necessity to diagnose and assess the impact of changes in capital structure on the efficiency of enterprises on the Polish capital market. Closer identification of the impact of strength and the character of the capitalization of reserves become necessary not only on the level and structure of equity, but primarily on the efficiency of the company, expressed, inter alia, by shaping its profitability in the long term.

Keywords: capitalization of reserves, increasing the share capital, profitability of an enterprise.