

*Artur Sajnóg*\*

## **KSZTAŁTOWANIE POZIOMU I STRUKTURY KAPITAŁU WŁASNEGO GIEŁDOWYCH SPÓŁEK PRZEMYSŁOWYCH**

### **1. WSTĘP**

Gospodarowanie kapitałem własnym stanowi ważny i złożony problem efektywności działania przedsiębiorstwa i pomnażania jego wartości. Niedobór kapitału własnego bądź jego niewłaściwa struktura stanowią mogą nie tylko barierę rozwoju przedsiębiorstwa na rynku, ale przede wszystkim ograniczać zainteresowanie inwestorów lokowaniem kapitału. Problem analizy poziomu i struktury kapitału jest ważny nie tylko dla zarządzających przedsiębiorstwem, ale dla wszystkich grup interesariuszy. Wiodącą rolę odgrywają właściciele powierzonych środków, którzy są zainteresowani gospodarowaniem kapitałem własnym przynoszącym wymierne korzyści w postaci osiągniętych stóp zwrotu. Działania strategiczne przedsiębiorstwa są związane z kształtowaniem nie tylko poziomu i struktury aktywów czy pasywów, ale także optymalnej wielkości i struktury kapitału własnego dla realizacji nadrzędnego celu, jakim jest maksymalizacja bogactwa akcjonariuszy.

Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie zmian poziomu kapitału własnego i jego struktury w wybranych publicznych spółkach giełdowych z makrosekora przemysł, notowanych na GPW w Warszawie. Dla realizacji celu pracy sformułowano hipotezę badawczą, stanowiącą, iż na kształtowanie się wartości księgowej kapitału własnego spółek giełdowych wpływa w głównej mierze wielkość kapitału zasobowego, którego udział w kapitale własnym w sposób znaczący przeważa nad kapitałem zakładowym.

Przeprowadzone rozważania teoretyczne nad rolą i znaczeniem struktury kapitału własnego przedsiębiorstwa oraz jej składowymi pozwoliły na ukazanie przydatności analizy zmian wartości księgowej kapitału własnego, która przekłada się na podejmowanie szeregu bieżących i strategicznych decyzji w organi-

---

\* Dr, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki, 90-214 Łódź, ul Rewolucji 1905 r. nr 41.

zacji. Ocena kapitału własnego zajmuje bardzo ważne miejsce w decyzjach kadry zarządczej oraz właścicieli, które skupiają się na rozpoznaniu i wykorzystaniu możliwości bardziej efektywnego gospodarowania kapitałem własnym oraz tworzenia warunków efektywnej absorpcji obcych źródeł finansowania. Zasadność analizy poziomu i struktury kapitału własnego spółek wynika przeto ze ścisłego powiązania tej problematyki z podejmowaniem strategicznych wyborów w przedsiębiorstwie, które zorientowane są na wzrost jego wartości.

## 2. STRUKTURA KAPITAŁU WŁASNEGO PRZEDSIĘBIORSTWA

W literaturze amerykańskiej struktura kapitału określana jest najczęściej jako *financial leverage*, tłumaczona jako „przekładania kapitałowa”, „dźwignia” czy „lewarowanie”<sup>2</sup>. W opracowaniach niemieckojęzycznych z kolei mówi się *stricte* o strukturze kapitału (*Kapitalstruktur*)<sup>3</sup>. Jednakże w dużej mierze utożsamiana jest ona z efektem lewarowania, dźwigni finansowej (*Finanzhebel*)<sup>4</sup>.

Struktura kapitału jest niejednoznacznie rozumiana, a także różnie interpretowana i różnie mierzona<sup>5</sup>. Mimo, iż ten termin nie jest jednoznacznie definiowany, obserwuje się dwa zasadnicze ujęcia struktury kapitału:

1) ujęcie szerokie, wedle którego struktura kapitału jest rozumiana jako udział poszczególnych źródeł finansowania majątku w kapitale całkowitym<sup>6</sup>,

2) ujęcie węższe, w którym struktura kapitału traktowana jest jako relacja zadłużenia długoterminowego do kapitałów własnych przedsiębiorstwa<sup>7</sup>.

Struktura kapitału w drugim znaczeniu utożsamiana jest ściśle z proporcjami udziału kapitału własnego i obcego w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa oraz z efektem lewarowania (dźwigni finansowej). Pierwsze rozumienie struktury kapitału dotyczy *stricte* zagadnienia struktury finansowania przedsiębiorstwa<sup>8</sup>.

Strategia finansowa przedsiębiorstwa skupia się w głównej mierze na wyborze właściwej struktury finansowania. Zgodnie z teorią hierarchii źródeł finan-

<sup>2</sup> M. Jerzemowska, *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, WN PWN, Warszawa 1999, s. 14.

<sup>3</sup> S. Langner, *Die Gestaltung der Kapitalstruktur und Dividendenpolitik – Eine frage der Aktionärsstruktur?*, „Zeitschrift für Betriebswirtschaft” 2001, Heft 3, s. 301–319.

<sup>4</sup> W. Drobotz, P. Pensa, C. Wöhle, *Kapitalstrukturpolitik in Theorie und Praxis: Ergebnisse einer Fragebogenuntersuchung*, „Zeitschrift für Betriebswirtschaft” 2006, Heft 3, s. 260.

<sup>5</sup> M. Jerzemowska (red.), *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2006, s. 28.

<sup>6</sup> S. A. Ross, R. W. Westerfield, J. Jaffe, *Corporate Finance*, Irwin, Homewood 1990, s. 385.

<sup>7</sup> J. Gajdka, *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 20.

<sup>8</sup> S. A. Ross, R. W. Westerfield, J. Jaffe, *op. cit.*, s. 385.

sowania (ang. *pecking order theory*)<sup>9</sup>, przedsiębiorstwa preferują w głównej mierze wewnętrzne źródła finansowania (kapitał samofinansowania). W światowej literaturze przedmiotu oraz praktyce przedsiębiorstw funkcjonujących na rozwiniętych rynkach zauważa się także, że pierwszym źródłem, do jakiego sięgają firmy<sup>10</sup> w celu sfinansowania swojej działalności bieżącej i rozwojowej, są zyski zatrzymane, czyli wewnętrzny kapitał własny<sup>11</sup>. Przyjęcie takiego założenia oznacza, iż przedsiębiorstwa skupiają się na finansowaniu działalności kapitałem własnym i poszukują jego źródeł, ograniczając tym samym wykorzystanie kapitału obcego.

Na tym tle pojawia się potrzeba analizy czynników, którymi można oddziaływać na strukturę kapitału własnego oraz mechanizmów jego podwyższania. Z kolei ocena kształtowania się poziomu i wewnętrznej struktury kapitału własnego pozwala na dalszą analizę optymalizacji struktury kapitału w obszarze maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa. W niemieckiej literaturze przedmiotu zwraca się także uwagę na fakt, iż w sytuacji kryzysowej i konieczności reorganizacji przedsiębiorstwa ważną rolę odgrywają decyzje odnośnie struktury kapitału własnego<sup>12</sup>.

Kapitał własny jest zaangażowany w funkcjonowanie przedsiębiorstwa długoterminowo. W związku z tym słusznie jest uznawany za najbardziej stabilne źródło finansowania. Ryzyko takiego finansowania jest znacznie mniejsze niż w przypadku kapitału obcego. Ponadto pewną własnością kapitału własnego jest jego ograniczony zasób<sup>13</sup>.

Według ustawy o rachunkowości<sup>14</sup> kapitał własny nie stanowi jednolitej pozycji. Zawiera kilka różnych składników, które są wyodrębniane głównie ze względu na źródło ich tworzenia a także możliwości ich redystrybucji. Zgodnie z ustawą kapitał własny ujmuje się w księgach rachunkowych z podziałem na jego rodzaje i według zasad określonych przepisami prawa, postanowieniami statutu lub umowy o utworzeniu jednostki. Załącznik nr 1 do ustawy określa

<sup>9</sup> A. Dulinięc, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, WN PWN, Warszawa 2001, s. 136.

<sup>10</sup> W opracowaniu użyto zamiennie pojęcia „przedsiębiorstwo” i „firma” mimo, iż ich znaczenie nie jest tożsame. Faktem jest, iż przedsiębiorstwo zgodnie z k.c. stanowi zespół składników materialnych i niematerialnych, przeznaczonych do realizacji określonych zadań gospodarczych zaś firma oznacza przedmiotowe określenie działalności gospodarczej nazwiskiem przedsiębiorcy lub nazwiskami wspólników albo nazwę podmiotu gospodarczego.

<sup>11</sup> J. Szczepankowski, *Sposoby finansowania rozwoju polskich przedsiębiorstw*, „Ekonomia” 2003, nr 11, s. 119.

<sup>12</sup> Por. B. Feldbauer-Durstmüller, *Sanierungs-management*, „Zeitschrift Führung und Organisation” 2003, Heft 3, s. 129; D. Vahs, *Fallstudie: Einführung eines Risikomanagement Systems in der Speedy GmbH*, „Zeitschrift Führung und Organisation” 2003, Heft 1, s. 33.

<sup>13</sup> J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Wydawnictwo SGH, Warszawa 2008, s. 14.

<sup>14</sup> *Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r.*, DzU 1994, nr 121, poz. 591 z późn. zm.

zakres informacji wykazywanych w sprawozdaniu finansowym, gdzie wśród pasywów w bilansie prezentowane są w ujęciu syntetycznym składniki kapitału własnego (zob. tab. 1).

Kapitał własny jako suma składników ujemnych, dodatnich i zerowych może więc na dany moment bilansowy być również ujemny, zerowy lub dodatni. Zależy to od tego, jakie składniki przeważają – te ze znakiem plus, czy te ze znakiem minus. Kluczowy wpływ na wielkość kapitału własnego mają zmiany w pozycji V, VII i VIII kapitału własnego. Jeśli w tych pozycjach pojawiają się na moment bilansowy wielkości ujemne, to mogą powodować ujemną wartość księgową kapitału własnego.

Tabela 1

Struktura kapitału własnego według ustawy o rachunkowości oraz MSR/MSSF

Struktura kapitału własnego	
według ustawy o rachunkowości	według MSR/MSSF (zarys)
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	I. Kapitał podstawowy
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)	II. Kapitał zapasowy
III. Udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)	III. Kapitał rezerwowy z tytułu przeliczenia sprawozdań finansowych sporządzanych w walutach obcych
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	IV. Kapitał rezerwowy z aktualizacji wyceny
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	V. Zyski zatrzymane
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	
VIII. Zysk (strata) netto	
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)	

Źródło: *Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r.*, DzU 1994, nr 121, poz. 591 z późn. zm, załącznik 1; E. Walińska, *Międzynarodowe Standardy Rachunkowości*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 182.

Na podstawie Międzynarodowych Standardów Rachunkowości czy też Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej w kapitale własnym przedsiębiorstwa można wyodrębnić generalnie dwie części<sup>15</sup>. Pierwsza z nich obejmuje kapitały wniesione przez akcjonariuszy (kapitał podstawowy)

<sup>15</sup> Międzynarodowe Standardy Rachunkowości czy też Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej nie wskazują jednolitego wzoru bilansu, a więc i struktury kapitałów własnych. MSR wyróżniają dwie koncepcje kapitału, od których uzależniona jest definicja kapitału własnego:

a) koncepcja finansowa – kapitał jest rozumiany jako zainwestowane pieniądze lub siła nabywcza, które odzwierciedlają aktywa netto,

b) koncepcja rzeczowa – za kapitał uważa się zdolności produkcyjne jednostki wyrażone na przykład w dziennym wolumenie produkcji. Por. E. Walińska, *Międzynarodowe Standardy Rachunkowości*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 182.

oraz efekty różnego rodzaju decyzji akcjonariuszy (kapitał zapasowy). Druga część zawiera kapitały powstałe w wyniku prowadzenia działalności gospodarczej przez przedsiębiorstwo, czyli kapitał rezerwowy z aktualizacji wyceny, kapitał rezerwowy z przeliczenia sprawozdań w walutach obcych oraz zyski zatrzymane. Tej ostatniej pozycji nie znajdujemy w ustawie o rachunkowości.

Kapitały własne różnią się w zależności od formy organizacyjno-prawnej jednostki (zob. tab. 2). Art. 36 ust. 1 ustawy o rachunkowości wymaga wykazania rodzajów kapitału własnego według zasad określonych przepisami prawa dotyczącymi danej jednostki.

Tabela 2

Kapitał własny w zależności od formy organizacyjno-prawnej jednostki gospodarczej

Forma organizacyjno-prawna	Kapitał podstawowy	Pozostałe kapitały
Spółka akcyjna	Kapitał akcyjny	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kapitał zapasowy</li> <li>• Kapitał rezerwowy</li> <li>• Kapitał z aktualizacji wyceny</li> <li>• Wynik finansowy</li> </ul>
Spółka z o.o.	Kapitał zakładowy	
Spółki osobowe	Kapitał wspólników	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kapitał z aktualizacji wyceny</li> <li>• Wynik finansowy</li> </ul>
Spółki prawa cywilnego i firmy osób fizycznych	Kapitał właściciela (właścicieli)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kapitał z aktualizacji wyceny</li> <li>• Wynik finansowy</li> </ul>
Spółdzielnie	Fundusz udziałowy	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fundusz zasobowy</li> <li>• Fundusz z aktualizacji wyceny</li> <li>• Wynik finansowy</li> </ul>
Przedsiębiorstwa państwowe	Kapitał założycielski	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fundusz przedsiębiorstwa</li> <li>• Fundusz z aktualizacji wyceny</li> <li>• Wynik finansowy</li> </ul>

Źródło: opracowanie własne na podstawie H. Załewski, *Finanse firmy w spółkach i innych podmiotach gospodarczych*, Wydawnictwo Ośrodka Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2000, s. 235–268.

Podstawą prawną działania kapitałowych spółek handlowych (spółki akcyjne, spółki z ograniczoną odpowiedzialnością) i spółek osobowych (spółki: jawna, partnerska, komandytowa, komandytowo-akcyjna) jest *Ustawa z dnia*

15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych [K.s.h.]<sup>16</sup>. Wedle tej regulacji kapitałem podstawowym dla poszczególnych spółek handlowych są:

- a) kapitał zakładowy w spółkach akcyjnych,
- b) kapitał zakładowy w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością,
- c) kapitał wspólników w spółkach jawnych, partnerskich, komandytowych,
- d) kapitał zakładowy w spółkach komandytowo-akcyjnych.

Biorąc pod uwagę uregulowania prawne, należy stwierdzić, że struktura przedmiotowa kapitału własnego przedsiębiorstwa zależy przede wszystkim od jego formy organizacyjno-prawnej.

Kapitał własny spółki akcyjnej obejmuje ogólnie kapitał zakładowy (akcyjny), zapasowy, rezerwowy, z aktualizacji wyceny oraz wynik finansowy (kapitał samofinansowania) – zob. tab. 2. Agregując składniki kapitału własnego, można także przyjąć, że struktura kapitału własnego spółki będzie zawierała dwa składniki. Należą do nich kapitał akcyjny (zakładowy) oraz kapitał zasobowy. Wartość kapitału własnego jest w tym przypadku sumą tych dwóch kapitałów:

$$K_w = K_a + K_z,$$

gdzie:

- $K_w$  – kapitał własny,
- $K_a$  – kapitał akcyjny (zakładowy),
- $K_z$  – kapitał zasobowy (obejmujący kapitał zapasowy, rezerwowy, z aktualizacji wyceny oraz kapitał samofinansowania).

### 3. CZYNNIKI KSZTAŁTUJĄCE STRUKTURĘ KAPITAŁU WŁASNEGO SPÓŁKI AKCYJNEJ

W spółkach akcyjnych tworzony jest kapitał akcyjny (zakładowy). Jest on wkładem właścicieli spółki wnoszonym w momencie zakładania przedsiębiorstwa. Może on być wniesiony w postaci gotówki bądź aportu. Spółka akcyjna z chwilą rejestracji uzyskuje osobowość prawną, a to oznacza, że już na początku swojej działalności musi dysponować kapitałem podstawowym. Ze statutu spółki akcyjnej wynika wysokość kapitału zakładowego, sposób jego gromadzenia, nominalna wartość akcji, ich ilość oraz rodzaj (imiennie, na okaziciela, zwykłe, uprzywilejowane), a także warunki i sposób umarzania akcji<sup>17</sup>. Zgodnie z K.s.h. kapitał zakładowy w spółce akcyjnej odzwierciedla nominalną wartość

<sup>16</sup> Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych [K.s.h.], DzU 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm.

<sup>17</sup> H. Załewski, *Finanse firmy w spółkach i innych podmiotach gospodarczych*, Wydawnictwo Ośrodka Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2000, s. 237–238.

akcji i dzieli się na akcje o równej wartości nominalnej. Powinien wynosić on co najmniej 500 000 złotych, zaś wartość nominalna akcji nie może być niższa niż 1 złoty<sup>18</sup>.

Jednym z podstawowych czynników kształtujących strukturę kapitałów własnych w spółce akcyjnej jest więc emisja akcji<sup>19</sup>. Przy problematyce emisji akcji warto zwrócić uwagę na istotne pojęcia jakimi są: wartość nominalna akcji, cena emisyjna, cena transakcyjna i cena rynkowa akcji.

Wartość nominalna akcji to ustalona przez walne zgromadzenie akcjonariuszy wartość jednostki podziału kapitału akcyjnego (czyli akcji). Cena emisyjna akcji stanowi cenę, po jakiej akcje są oferowane podczas ich emisji i jest ona niższa od wartości nominalnej. Cena transakcyjna z kolei to cena, po jakiej akcje są zbywane w pojedynczej transakcji w obrocie wtórnym, zaś cena rynkowa to przeciętna cena transakcyjna<sup>20</sup>.

Oczywistym jest, że wartość kapitału akcyjnego wzrasta w wyniku emisji akcji. Kapitał zasobowy będzie także wzrastał, gdy cena emisyjna akcji będzie wyższa od jej wartości nominalnej. Pojawi się wówczas tzw. *agio* (nadwyżka ceny sprzedaży akcji ponad ich wartość nominalną).

Jeżeli emisja akcji odbywa się w obrocie publicznym, to przyrost kapitału własnego jest równy sumie przyrostów kapitału akcyjnego i kapitału zasobowego:

$$\Delta K_w = \Delta K_a + \Delta K_z,$$

gdzie:

$\Delta K_w$  – przyrost kapitału własnego,

$\Delta K_a$  – przyrost kapitału akcyjnego (zakładowego),

$\Delta K_z$  – przyrost kapitału zasobowego (obejmującego w tym przypadku wyłącznie kapitał zapasowy).

Zgodnie z K.s.h. cena emisyjna akcji nie może być niższa od wartości nominalnej (ale może być jej równa). Warunkiem publicznej emisji akcji z kolei jest cena rynkowa wyższa od wartości nominalnej (zob. rys. 1), tak więc skuteczna publiczna emisja akcji ma miejsce wówczas, gdy cena emisyjna przewyższa cenę rynkową.

Zależności pomiędzy ceną emisyjną, ceną rynkową a wartością nominalną przedstawiają się zatem następująco:

$$W_n \leq C_e \leq C_r,$$

<sup>18</sup> Zasady tworzenia i funkcjonowania spółki akcyjnej regulują art. 301–490 K.s.h.

<sup>19</sup> T. Janusz, D. Stos, *Mechanizm kształtowania struktury kapitałów własnych*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami. Współczesne tendencje w teorii i praktyce*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego Szczecin 2000, s. 593–594.

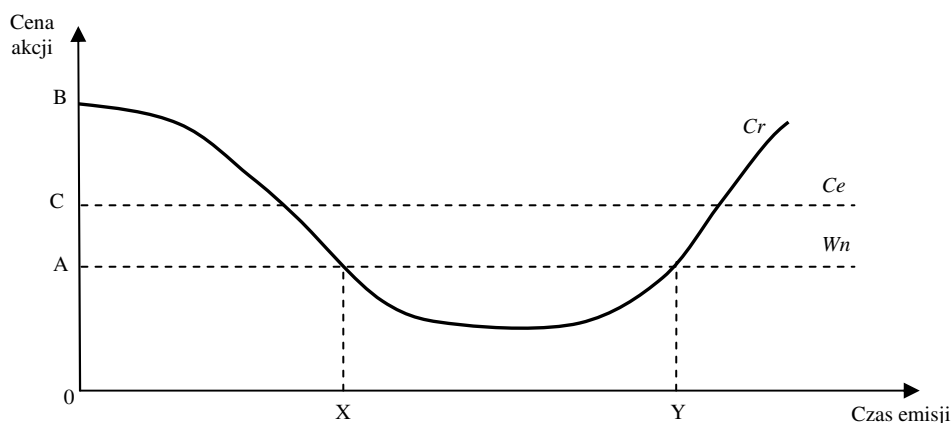
<sup>20</sup> *Ibidem*.

gdzie:

$W_n$  – wartość nominalna akcji,

$C_e$  – cena emisyjna akcji,

$C_r$  – cena rynkowa akcji.



Rys. 1. Rynkowe uwarunkowania emisji akcji

Źródło: opracowanie własne na podstawie T. Janusz, D. Stos, *Mechanizm kształtowania struktury kapitałów własnych*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami. Współczesne tendencje w teorii i praktyce*, Wyd. Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego Szczecin 2000, s. 593–594.

Strefa emisji akcji jest zawarta w przedziale OX i na prawo od punktu Y, tzn. wówczas, gdy cena rynkowa przewyższa wartość nominalną akcji. Z kolei strefa „ciszy emisyjnej” dotyczy przedziału XY, gdy cena rynkowa akcji jest niższa nie tylko od ceny emisyjnej, ale również od wartości nominalnej akcji.

Analizując wpływ emisji akcji na strukturę kapitału własnego, można stwierdzić, że kapitał akcyjny będzie równy kapitałowi własnemu tylko wtedy, gdy cena emisyjna akcji będzie równa ich cenie nominalnej, a wartość nominalna akcji wydanych za aport będzie odpowiadać prawidłowo oszacowanej wartości wkładu w postaci rzeczowej (*agio*). Różnice między kapitałem zasobowym i własnym wynikać mogą z tego, iż cena emisyjna akcji jest podwyższona o *agio* bądź za nisko lub za wysoko oszacowano wartość aportu. Jeżeli akcje sprzedawane są z *agio*, to kapitał zakładowy będzie niższy od kapitału własnego. Wpływy z tego tytułu są przekazywane na kapitał zapasowy i wówczas wartość księgową kapitału własnego będzie równa sumie kapitału zakładowego i kapitału zapasowego (a tym samym kapitału zasobowego). Z kolei przeszacowanie



aportu będzie oznaczać, że kapitał zakładowy jest wyższy od majątku spółki, a tym samym od kapitału własnego<sup>21</sup>.

Struktura kapitału własnego *Ka/Kz* (kapitał akcyjny/zasobowy) jest co prawda regulowana poprzez przepisy K.s.h., ale kształtowanie ceny emisyjnej akcji stanowi czynnik regulujący strukturę kapitału własnego.

Kapitał zapasowy, który jest składnikiem kapitału zasobowego, tworzony jest przede wszystkim w celu zabezpieczenia utrzymania kapitału podstawowego w nieuszczuplonej postaci. Służy on przede wszystkim pokryciu ewentualnych strat oraz stanowi pomoc przy samofinansowaniu spółki. W pewnych więc okolicznościach zachodzi potrzeba określenia warunków emisji tak, aby przyrost kapitału zapasowego pozwolił pokryć poniesioną bądź przewidywaną stratę. Walne zgromadzenie akcjonariuszy spółki akcyjnej w przypadku znacznych strat bilansowych może ustalić cenę emisyjną na takim poziomie, aby kapitał zapasowy był zebrany w pełnej obligatoryjnej wartości podczas określonej emisji (lub już podczas pierwszej emisji).

Główne jednak źródło kapitału zapasowego stanowią obligatoryjne odpisy z zysku po jego opodatkowaniu. Zgodnie z art. 396 K.s.h. spółka akcyjna ma obowiązek odprowadzania nie mniej niż 8% zysku po opodatkowaniu na rzecz kapitału zapasowego aż do czasu, gdy spółka zgromadzi kapitał zapasowy w wysokości odpowiadającej co najmniej 1/3 kapitału zakładowego.

Na strukturę kapitału własnego spółki akcyjnej wpływać będzie także wielkość i struktura kapitału z aktualizacji wyceny środków trwałych, który jest związany z przeszacowaniem środków trwałych i figuruje w księgach do chwili posiadania przez jednostkę danego środka trwałego. Nie może on podlegać podziałowi. W momencie likwidacji środka trwałego na skutek jego sprzedaży, złomowania lub z innych przyczyn, wartość ujęta w kapitałach z aktualizacji wyceny jest przenoszona na poczet kapitałów zapasowych, a tym samym stanowi składnik kapitału zasobowego<sup>22</sup>.

Przy omawianiu struktury kapitału własnego należy zwrócić uwagę także na charakter osiąganego wyniku finansowego, tzn. dodatni (zysk), czyli źródło finansowania działalności przedsiębiorstwa lub ujemny (strata), czyli czynnik zmniejszający pasywa w bilansie firmy. Wynik finansowy przedsiębiorstwa występuje jako składnik kapitału własnego, jednakże ma on charakter warunkowy, gdyż może być podjęta decyzja o jego podziale. Zgodnie z art. 347 K.s.h. akcjonariusze mają prawo do dywidendy z zysku wykazanego w sprawozdaniu finansowym, przeznaczonego przez walne zgromadzenie do wypłaty akcjonariuszom. Zysk rozdziela się w stosunku do liczby akcji, a jeśli nie są całkowicie pokryte – w stosunku do dokonanych wpłat na akcje. Według art. 348 K.s.h.

<sup>21</sup> J. Ickiewicz, *Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, Wydawnictwo SGH, Warszawa 2004, s. 76–77.

<sup>22</sup> M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, WN PWN, Warszawa 2005, s. 63.

kwoty przeznaczone na wypłatę dywidendy nie mogą przekraczać zysku za ostatni rok obrotowy, powiększonego o zysk przeniesiony z kapitałów rezerwowych. Właściciele przedsiębiorstwa często godzą się na pozostawienie części lub nawet całości wygosparowanego zysku w przedsiębiorstwie mając świadomość, że takie działanie zwiększy jego wartość rynkową, podniesie standing finansowy przedsiębiorstwa i jego pozycję na rynku<sup>23</sup>.

Struktura kapitału własnego może zmieniać się także pod wpływem zmian w kapitale akcyjnym pod kątem wyodrębniania akcji uprzywilejowanych. Uprzywilejowanie akcji dotyczy prawa głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, wypłaty dywidendy oraz podziału majątku spółki w razie jej rozwiązania. Szczególnego znaczenia nabiera uprzywilejowanie dotyczące dywidendy. Struktura kapitału akcyjnego pod tym kątem oddziałuje na prawo do dywidendy także w przypadku wystąpienia strat. Wynika to z faktu, że w statucie spółki akcyjnej może znaleźć się zapis traktujący o możliwości wypłaty dywidendy w latach następnych, gdy nie została ona wypłacona w bieżącym roku obrotowym.

Ogólnie na strukturę kapitału własnego spółki akcyjnej mogą mieć wpływ m. in.:

- 1) emisja akcji (np. podwyższanie kapitału akcyjnego) lub ich umorzenie,
- 2) sprzedaż akcji z nowej emisji powyżej wartości nominalnej (*agio*),
- 3) aktualizacja wyceny majątku trwałego,
- 4) bieżący wynik finansowy i rozliczenie wyniku bilansowego (zatrzymanie zysku netto, polityka dywidendowa) oraz
- 5) zmiana własności akcji imiennych.

#### 4. ANALIZA ZMIAN WARTOŚCI KSIĘGOWEJ KAPITAŁU WŁASNEGO PRZEMYSŁOWYCH SPÓŁEK GIEŁDOWYCH

Badaniami empirycznymi zostały objęte spółki akcyjne z 11 sektorów przemysłu (chemicznego, drzewnego, elektromaszynowego, lekkiego, materiałów budowlanych, metalowego, paliwowego, spożywczego, motoryzacyjnego, tworzyw sztucznych oraz farmaceutycznego)<sup>24</sup>. Dla potrzeb niniejszego opracowania wybrano wyłącznie te spółki, w których dane liczbowe były dostępne za cały badany dziesięcioletni okres, tj. za lata 2001–2010. Ponadto analizie poddano te jednostki, które w tych latach nie generowały strat. Ostatecznie zidentyfikowano 14 spółek odpowiadającym podanym kryteriom. Weryfikacja empiryczna została oparta na sprawozdaniach finansowych prezentowanych przez *Notoria Serwis Sp. z o.o.*

<sup>23</sup> Por. M. Sierpińska, T. Jachna, *op. cit.*, s. 64; A. Sajnóg, *Zysk zatrzymany a wartość rynkowa przedsiębiorstwa – ujęcie sektorowe*, [w] J. Duraj (red.), *Problemy współczesnej analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007, s. 405–421.

<sup>24</sup> Podział został zaczerpnięty z bazy danych Notoria Serwis S.A. (<http://ir.notoria.pl>) oraz Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (<http://www.gpw.pl>).

Tabela 3

Wartości księgowe kapitału własnego badanych spółek przemysłowych w latach 2001–2010  
(dane w mln zł)

Spółki akcyjne	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Średnia
Amica Wronki	198,4	221,8	228,2	297,3	303,6	311,5	326,4	265,8	305,5	335,7	279,4
Aparator	42,4	39,9	46,9	65,2	74,1	89,1	101,4	120,4	125,4	147,4	85,2
Dębica	551,8	627,6	659,6	646,0	603,2	613,1	639,8	698,8	748,7	768,3	655,7
Grupa Kęty	324,3	264,4	297,0	445,4	473,7	506,5	527,6	521,4	597,7	615,4	457,3
Hydrotor	31,5	33,2	34,4	38,1	44,3	47,9	54,4	59,0	60,5	62,3	46,6
Kruszwica	107,1	115,9	155,2	192,8	192,9	443,3	442,6	569,1	670,9	638,9	352,9
Mondi Paper Świecie	694,2	775,0	680,8	1033,4	977,1	1000,3	979,1	1065,4	1182,4	1432,6	982,0
Pfleiderer Grajewo	204,6	268,8	279,7	482,6	481,3	472,1	560,3	462,7	482,9	484,8	418,0
Rafako	127,3	134,2	141,5	184,2	187,1	197,8	315,6	330,7	355,7	374,7	234,9
Stalprodukt	134,3	118,6	137,1	273,4	327,0	553,1	800,1	1055,7	1271,7	1359,7	603,1
Śnieżka	45,7	57,5	118,3	136,6	155,2	177,0	148,7	168,6	182,3	195,8	138,6
Wawel	41,8	43,7	47,6	67,5	90,5	134,7	157,0	171,6	187,9	220,6	116,3
ZEG	30,3	27,9	26,7	26,8	27,8	29,3	30,3	32,5	33,1	26,6	29,1
ZPUE	28,7	30,5	31,2	37,3	45,9	59,2	74,9	87,1	107,6	121,8	62,4

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Notoria Serwis Sp. z o.o.*

Przeprowadzona analiza zróżnicowania wartości księgowej kapitału własnego w badanych spółkach przemysłowych pokazała występowanie znacznych różnic w czasie oraz pomiędzy badanymi przedsiębiorstwami. Na podstawie wyników badań empirycznych można stwierdzić, iż najwyższe wartości kapitału własnego zostały odnotowane w spółce Mondi Paper Świecie SA. Wykazała ona w raportach finansowych za lata 2001–2010 kapitał własny na poziomie średnio ponad 982 mln zł (zob. tab. 3)<sup>25</sup>. W dalszej kolejności duże wartości kapitałów

<sup>25</sup> W badaniach została wykorzystana formuła średniej arytmetycznej, czyli suma wartości zmiennej wszystkich jednostek badanej zbiorowości podzielona przez liczbę tych jednostek. Definicję można zapisać następująco:

$$\bar{x} = \frac{x_1 + x_2 + \dots + x_n}{n} = \frac{\sum_{i=1}^n x_i}{n},$$

własnych prezentowały spółki Dębica SA (średnio około 656 mln zł) oraz Stalprodukt SA (około 603 mln zł). Najmniejsze wartości tych kapitałów zanotowano w ZEG SA, Hydrotor SA oraz ZPUE SA, w których średnie 10-letnie wartości kapitałów własnych wyniosły odpowiednio ok. 29, 47 oraz 62 mln zł.

Wyniki badań empirycznych zawarte w tab. 3 potwierdzają znaczne zróżnicowanie kształtowania się wartości księgowej kapitału własnego badanych spółek. Obliczone średnie nie pozwalają jednak w sposób jednoznaczny ocenić tego zróżnicowania<sup>26</sup>. Analiza zróżnicowania wartości księgowej kapitału własnego spółek przemysłowych objęła zatem ocenę odchyłeń od średnich oraz współczynników zmienności.

Największe zróżnicowanie wartości księgowej kapitału własnego wystąpiło w spółce Stalprodukt SA. Obliczone odchylenia od średniej oraz współczynniki zmienności w tej jednostce wyniosły odpowiednio 485,6 mln zł oraz 80,5%.

gdzie:

$\bar{x}$  – średnia arytmetyczna,

$x_i$  – warianty cechy,

$n$  – liczebność danej zbiorowości.

Por. M. Sobczyk, *Statystyka*, WN PWN, Warszawa 2001, s. 33.

<sup>26</sup> Do badania zróżnicowania (zmienności, rozproszenia, dyspersji) służą różnorodne miary, wśród których wymienia się m. in.:

a) miary zróżnicowania absolutnego (rozstęp, wariancja, odchylenie standardowe, przeciętne i ćwiartkowe),

b) miary zróżnicowania względnego (współczynnik zmienności).

Klasycznymi miarami zróżnicowania bezwzględnego (w jednostkach, w jakich jest wyrażona sama cecha) są wariancja i odchylenie standardowe. Odchylenie standardowe określa, o ile wszystkie jednostki danej zbiorowości różnią się średnio od średniej arytmetycznej badanej cechy. Z zależności między wariancją a odchyleniem standardowym wynika, że etapem pośrednim w obliczaniu odchylenia standardowego jest obliczenie wariancji. Tym samym, spośród tych dwóch bezwzględnych miar zmienności wybrano jedną, tj. odchylenie standardowe.

W sytuacji, gdy mamy do czynienia ze znacznymi różnicami w średnich poziomach danej cechy, wartości odchyłeń standardowych nie mogą być do końca podstawą do wyciągania jednoznacznych wniosków o sile zmienności (zróżnicowania). Dlatego stosuje się względną miarę dysproporcji, jaką jest współczynnik zmienności. Określa się go zwykle jako iloraz odchylenia standardowego i średniej arytmetycznej badanej cechy:

$$v = \frac{s}{\bar{x}}$$

gdzie:

$v$  – współczynnik zmienności,

$\bar{x}$  – średnia arytmetyczna,

$s$  – odchylenie od średniej.

Współczynnik zmienności wyraża się często procentowo ( $v \times 100\%$ ) aby określić, jaki procent poziomu średniej stanowi odchylenie standardowe w rozkładzie<sup>26</sup>. Im wyższy ten procent, tym większe jest względne zróżnicowanie cechy w rozkładzie (bardziej niejednorodna zbiorowość).

Por. J. Józwiak, J. Podgórski, *Statystyka od podstaw*, PWE, Warszawa 2000, s. 48–53; M. Sobczyk, *op. cit.*, s. 52.

Badania empiryczne wykazały także znaczne zróżnicowanie w wartości kapitału własnego spółki Kruszwica SA (współczynnik zmienności wyniósł 63,6%).

Tabela 4

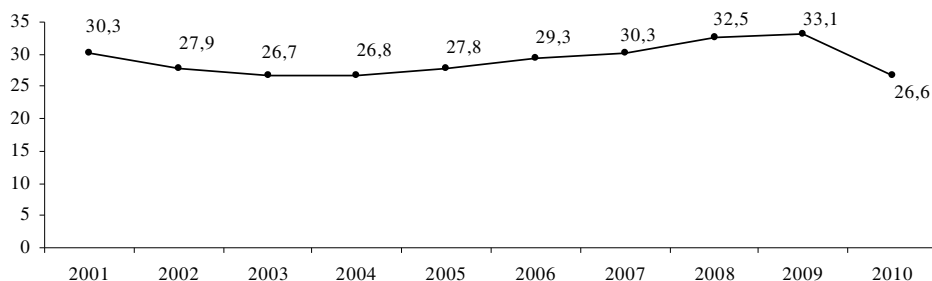
Wartości odchyień od średniej oraz współczynników zmienności kapitału własnego w badanych spółkach przemysłowych (w latach 2001–2010)

Spółki akcyjne	Odchylenia od średniej (w mln zł)	Współczynniki zmienności
Amica Wronki	47,9	17,2%
Aparator	37,8	44,4%
Dębica	66,4	10,1%
Grupa Kęty	123,5	27,0%
Hydrotor	12,0	25,7%
Kruszwica	224,3	63,6%
Mondi Paper Świecie	228,4	23,3%
Pfleiderer Grajewo	119,7	28,6%
Rafako	98,0	41,7%
Stalprodukt	485,6	80,5%
Śnieżka	51,2	36,9%
Wawel	66,4	57,1%
ZEG	2,4	8,2%
ZPUE	34,0	54,4%
Średnia	114,1	37,0%

Źródło: jak do tab. 3.

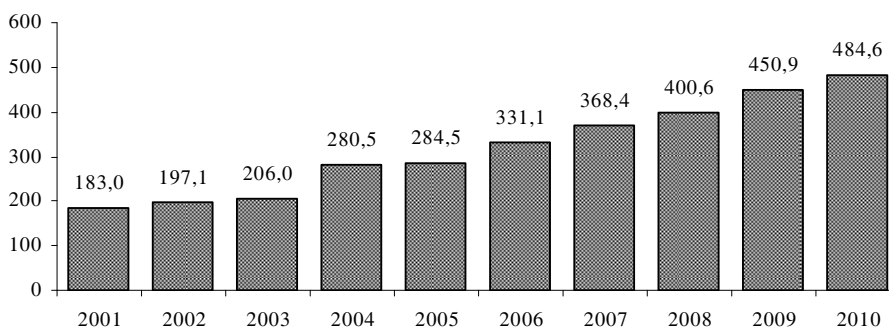
Spółką o najbardziej stabilnej wartości kapitału własnego okazała się ZEG SA (zob. rys. 2). W badanym dziesięcioleciu odnotowano jedynie kilkuprocentowe zmiany wartości księgowej kapitału własnego tego przedsiębiorstwa. Odchylenie od średniej wyniosło 2,4 mln zł, zaś współczynnik zmienności 8,2%. Największa negatywna zmiana wartości księgowej kapitału własnego w spółce ZEG SA nastąpiła w 2010 r.

Analizując wyniki badań empirycznych, należy wskazać, że ogólnie poziom kapitałów własnych analizowanych spółek systematycznie wzrastał w badanym dziesięcioleciu, co potwierdzają obliczone średnie wartości tych kapitałów dla wszystkich jednostek. Największe pozytywne zmiany kapitału własnego odnotowano w 2004 r., w którym nastąpił jego wzrost o 36,1% w porównaniu do roku poprzedniego (zob. rys. 3).



Rys. 2. Zmiany wartości księgowej kapitału własnego w spółce ZEG SA w latach 2001–2010 (dane w mln zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Notoria Serwis Sp. z o.o.*



Rys. 3. Zmiany wartości księgowej kapitału własnego w badanych spółkach przemysłowych w latach 2001–2010 (dane w mln zł)

Źródło: jak do rys. 2.

Badając szczegółowo dynamikę wartości księgowej kapitału własnego analizowanych spółek przemysłowych w latach 2001–2010, warto zauważyć, iż ma miejsce znaczne zróżnicowanie wartości tej kategorii między badanymi jednostkami.

Największe pozytywne zmiany wartości kapitału własnego w danym roku w porównaniu do roku poprzedniego pojawiły się w Stalprodukt SA, w której wskaźniki dynamiki kształtowały się średnio na poziomie blisko 132 (zob. tab. 5). Spółka ta, podobnie jak Rafako SA, Wawel SA oraz ZPUE SA, nie odnotowała w żadnym roku spadku wartości kapitału własnego w porównaniu do roku poprzedniego.

Największą wartość wskaźnika dynamiki kapitału własnego odnotowano w spółce Kruszwica SA w 2006 r. Wskazał on na wzrost w tym roku o blisko 130% w stosunku do roku poprzedniego.

Tabela 5

Wskaźniki dynamiki wartości księgowej kapitału własnego w badanych spółkach przemysłowych w latach 2001–2010 (rok poprzedni = 100)

Spółki akcyjne	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Średnia
Amica Wronki	111,8	102,9	130,3	102,1	102,6	104,8	81,4	114,9	109,9	106,7
Apator	94,1	117,5	139,0	113,7	120,2	113,8	118,7	104,2	117,5	115,4
Dębica	113,7	105,1	97,9	93,4	101,6	104,4	109,2	107,1	102,6	103,9
Grupa Kęty	81,5	112,3	150,0	106,4	106,9	104,2	98,8	114,6	103,0	108,6
Hydrotor	105,4	103,6	110,8	116,3	108,1	113,6	108,5	102,5	103,0	108,0
Kruszwica	108,2	133,9	124,2	100,1	229,8	99,8	128,6	117,9	95,2	126,4
Mondi Paper Świecie	111,6	87,8	151,8	94,6	102,4	97,9	108,8	111,0	121,2	109,7
Pfleiderer Grajewo	131,4	104,1	172,5	99,7	98,1	118,7	82,6	104,4	100,4	112,4
Rafako	105,4	105,4	130,2	101,6	105,7	159,6	104,8	107,6	105,3	114,0
Stalprodukt	88,3	115,6	199,4	119,6	169,1	144,7	131,9	120,5	106,9	132,9
Śnieżka	125,8	205,7	115,5	113,6	114,0	84,0	113,4	108,1	107,4	120,8
Wawel	104,5	108,9	141,8	134,1	148,8	116,6	109,3	109,5	117,4	121,2
ZEG	92,1	95,7	100,4	103,7	105,4	103,4	107,3	101,8	80,4	98,9
ZPUE	106,3	102,3	119,6	123,1	129,0	126,5	116,3	123,5	113,2	117,7

Źródło: jak do tab. 3.

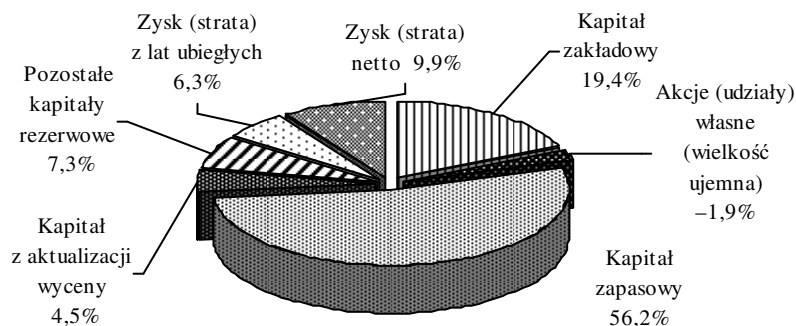
Pozytywne zmiany w kształtowaniu się kapitału własnego w badanym dziesięcioleciu nie dotyczyły jednak wszystkich analizowanych jednostek. Na szczególną uwagę zasługuje spółka ZEG SA, w której odnotowano trzy okresy spadkowe (zob. rys. 2). Obliczone wskaźniki dynamiki dla tego przedsiębiorstwa potwierdzają niewielkie zmniejszanie się wielkości kapitału własnego w stosunku do roku poprzedniego. Jednakże w 2010 r. spółka ta zanotowała największy, bo aż 20% spadek wartości kapitału własnego na tle wszystkich analizowanych przedsiębiorstw w latach 2001–2010.

## 5. ANALIZA STRUKTURY KAPITAŁU WŁASNEGO BADANYCH GIEŁDOWYCH SPÓŁEK PRZEMYSŁOWYCH

Ocena struktury kapitału własnego badanych spółek przemysłowych w pierwszym etapie dotyczyła wyników badań empirycznych wskazujących na udział poszczególnych składników kapitału własnego w wielkości tego kapitału. Drugim etapem tej oceny stała się szczegółowa analiza dotycząca udziału kapitału zakładowego oraz kapitału zasobowego w kapitale własnym.

Kapitał zakładowy występuje w bilansie jako odrębna pozycja, zaś do kapitału zasobowego można zaliczyć: kapitał zapasowy, kapitał z aktualizacji wyceny, pozostałe kapitały rezerwowe oraz kapitały samofinansowania (suma wartości zysku lub straty z lat ubiegłych oraz wyniku finansowego w danym roku obrachunkowym)<sup>27</sup>.

Analiza danych empirycznych wykazała, iż pośród składowych kapitału własnego największy udział stanowił kapitał zapasowy, który z kolei jest składnikiem kapitału zasobowego. W analizowanym okresie wartość tego kapitału stanowiła średnio aż 56,2% wartości księgowej kapitału własnego (zob. rys. 4).



Rys. 4. Ogólna struktura kapitału własnego badanych spółek przemysłowych (w latach 2001–2010)

Źródło: jak do rys. 2.

Drugim ważnym składnikiem kapitału własnego analizowanych spółek okazał się kapitał zakładowy. Jego udział w kapitale własnym badanych przedsiębiorstw wyniósł średnio 19,4%. Analiza struktury kapitału własnego (kapitału z aktualizacji wyceny, pozostałych kapitałów rezerwowych, kapitału samofinansowania) wskazała, że udział tych kategorii w kształtowaniu wartości księgowej kapitału własnego był niewielki.

<sup>27</sup> J. Duraj, *Podstawy ekonomiki przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2004, s. 183.



Tabela 6

Struktura kapitału własnego badanych spółek przemysłowych (lata 2001–2010)

Spółki akcyjne	Kapitał własny								
	Kapitał zakładowy	Kapitał zasobowy					Pozostałe składniki		
		Kapitał zapasowy	Kapitał z aktualizacji wyceny	Pozostałe kapitały rezerwowe	Zysk (strata) z lat ubiegłych	Zysk (strata) netto	Akcje (udziały) własne (wielkość ujemna)	Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)	Należne wpłaty na kapitał zakładowy (wielkość ujemna)
Amica Wronki	6,39%	106,50%	2,16%	0	-3,75%	3,63%	-14,93%	0	0
Apator	4,78%	68,66%	3,38%	3,41%	0,56%	21,00%	-1,70%	0	0
Dębica	16,99%	47,76%	12,88%	11,83%	0,00%	10,53%	0	0	0
Grupa Kęty	11,98%	28,48%	3,53%	0	61,22%	2,40%	-7,62%	0	0
Hydrotor	11,16%	76,49%	0,48%	3,02%	6,51%	3,02%	-0,68%	0	0
Kruszwica	50,61%	22,10%	0	0,84%	6,53%	8,80%	11,12%	0	0
Mondi Paper Świecie	23,77%	42,44%	6,88%	3,96%	3,57%	19,37%	0	0	0
Pfleiderer Grajewo	4,01%	74,89%	3,10%	0,01%	9,89%	8,11%	0	0	0
Rafako	29,54%	55,18%	2,61%	0,06%	11,48%	1,13%	0	0	0
Stalprodukt	4,76%	51,44%	1,07%	22,70%	1,11%	21,48%	-2,57%	0	0
Śnieżka	11,18%	69,39%	0	2,10%	9,06%	8,49%	-0,21%	0	0
Wawel	9,23%	37,86%	4,91%	29,45%	2,81%	14,20%	1,55%	0	0
ZEG	68,13%	43,27%	8,18%	0	-22,85%	3,28%	0	0	0
ZPUE	19,15%	62,35%	0	2,93%	2,71%	12,86%	0	0	0

Źródło: jak do tab. 3.

Na podstawie szczegółowych wyników badań empirycznych nad strukturą kapitału własnego badanych spółek przemysłowych można stwierdzić, iż w jednym przypadku średnia wartość kapitału zapasowego przekroczyła wartość kapitału własnego. Sytuacja ta dotyczyła spółki Amica SA w 2001 r., w której udział kapitału zapasowego w kapitale własnym w całym analizowanym okresie wyniósł średnio 106,5% (zob. tab. 6). Sytuacja ta była spowodowana tym, iż spółka posiadała w swojej strukturze kapitału własnego blisko 15% akcji własnych,

których wartość w bilansie zmniejszyła wartość kapitału. Równie duży udział kapitału zapasowego (powyżej 70%) zanotowano w spółkach: Hydrotor SA oraz Pfeleiderer Grajewo SA.

W analizie struktury kapitału własnego badanych spółek warto zwrócić uwagę na zysk netto. Średni udział wyniku finansowego w wartości kapitału własnego wyniósł blisko 10% (zob. rys. 4). Najwyższy udział zysku netto osiągniętego w latach 2001–2010 odnotowano w spółce Apator SA, w której wynik finansowy stanowił średnio 21% wartości kapitału własnego. Z kolei najmniej znaczący udział zysku netto w kapitale własnym (średnio około 1%) stwierdzono w spółce Rafako SA.

Zróżnicowanym składnikiem struktury kapitału własnego okazał się zysk z lat ubiegłych. Dla przykładu, składnik ten oddziaływał na wielkość kapitału własnego:

1) pozytywnie i znacząco, np. w spółce Grupa Kęty, w której udział zysku z lat ubiegłych w wartości księgowej kapitału własnego wyniósł średnio aż 61,2%,

2) negatywnie i znacząco, np. w spółce ZPUE – udział wyniósł –22,9% oraz

3) zarówno pozytywnie, jak i negatywnie, ale w mniejszym stopniu.

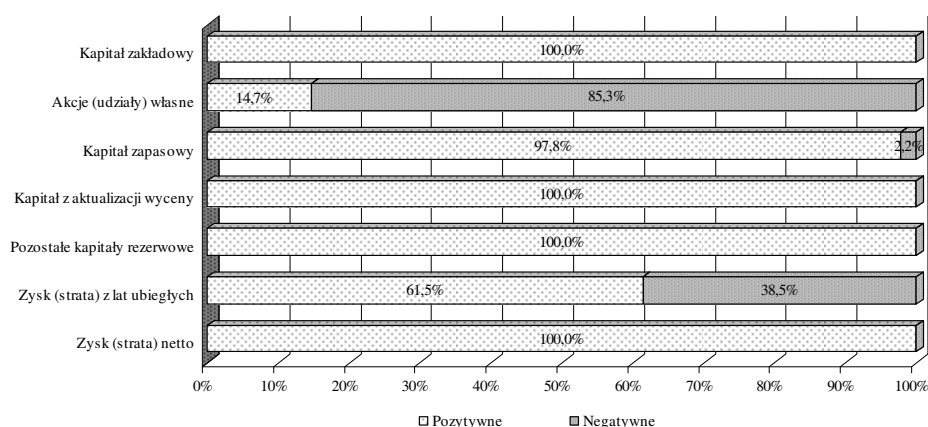
Analiza danych zawartych w tab. 6 pozwala zauważyć, że w dwóch przedsiębiorstwach (Amica Wronki SA, Grupa Kęty SA) nie były tworzone w ogóle pozostałe kapitały rezerwowe. Mimo, iż udział tego kapitału w pozostałych spółkach nie był znaczący, jednakże w przypadku dwóch jednostek – Stalprodukt SA i Wawel SA – obliczone wskaźniki struktury za lata 2001–2010 stanowiły średnio ponad 1/5 wartości kapitału własnego. W pozostałych przedsiębiorstwach tworzone były mniej znaczące rezerwy, tj. na poziomie od 0,01 do 11,8% wartości kapitału własnego. Warto także zaznaczyć wyraźną tendencję zmniejszania się wielkości tego kapitału w analizowanym okresie 10 lat.

Udział kapitału z aktualizacji wyceny majątku badanych przedsiębiorstw nie przekraczał nawet 15% wartości całkowitego kapitału własnego, gdyż maksymalny jego udział w strukturze kapitału własnego wyniósł 12,9% (spółka Dębica SA). W pozostałych przedsiębiorstwach proporcje te kształtowały się na poziomie kilku procent. W przypadku kapitału z aktualizacji wyceny, podobnie jak kapitału rezerwowego, zaobserwowano tendencję zmniejszania się jego wartości w badanym dziesięcioleciu.

Badanie charakteru oddziaływania poszczególnych składników na wartość kapitału własnego wykazało, iż w badanych jednostkach miały miejsce dodatnie wartości kapitału zakładowego, kapitału z aktualizacji wyceny, pozostałych kapitałów rezerwowych oraz wyniku finansowego netto (zob. rys. 5). W przypadku kapitału zapasowego dodatnie wartości pojawiły się prawie w 98% analizowanych przypadków.

Pozycja „Akcje (udziały) własne” stanowi z zasady wielkość ujemną, jednakże w 14,7% analizowanych przypadków miały miejsce dodatnie wartości tego składnika kapitału własnego.

Zróżnicowane oddziaływanie na poziom kapitału własnego odnotowano w zakresie wyniku finansowego z lat ubiegłych, gdyż w 38,5% przypadków odnotowano straty, a w 61,5 % zyski.



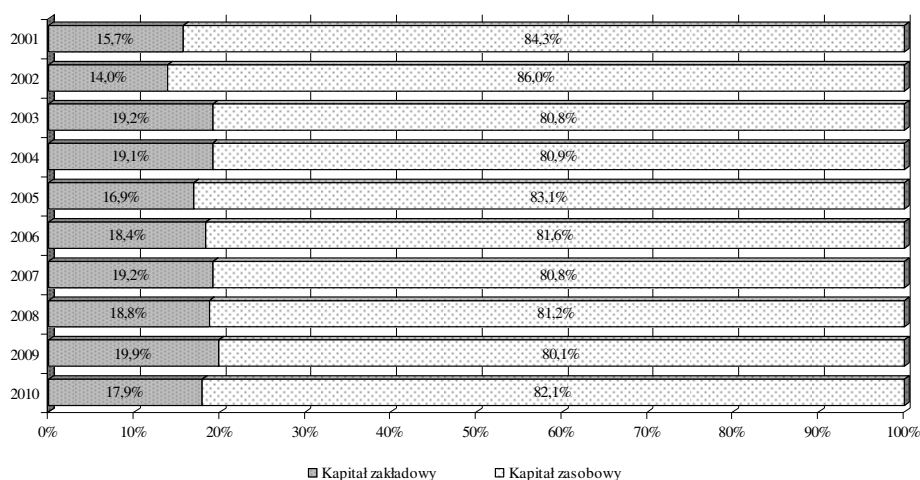
Rys. 5. Struktura kapitału własnego badanych spółek przemysłowych w podziale na dodatnie i ujemne elementy składowe (dane za lata 2001–2010)

Źródło: jak do rys. 2.

Z analizy sprawozdań finansowych badanych spółek wynika, że nie tworzyły one należnych wpłat na kapitał zakładowy (wielkość ujemna) oraz odpisów z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna) – zob. tab. 6. Te składniki kapitału własnego zostały wykluczone z dalszej analizy struktury kapitału własnego. W sprawozdaniach ośmiu spółek (Amica Wronki SA, Apator SA, Grupa Kęty SA, Hydrotor SA, Kruszwica SA, Stalprodukt SA, Śnieżka SA oraz Wawel SA) odnotowano dodatnie bądź ujemne wartości w pozycji „Akcje (udziały) własne”. Zaliczono je w poczet wartości kapitału zakładowego. Podsumowując, dalsza analiza struktury kapitału własnego objęła dwa główne składniki: kapitał zakładowy (w tym wartość akcji własnych) oraz kapitał zasobowy, który składał się z wartości kapitału zapasowego, kapitału z aktualizacji wyceny, pozostałych kapitałów rezerwowych oraz kapitału samofinansowania (suma wartości zysku lub straty z lat ubiegłych oraz wyniku finansowego w danym roku obrachunkowym).

Otrzymane wyniki badań empirycznych udziału kapitału zakładowego oraz kapitału zasobowego w kapitale własnym wskazują, iż kapitał zasobowy wśród

badanych spółek akcyjnych odgrywał większą rolę w strukturze kapitału własnego aniżeli kapitał zakładowy (zob. rys. 6). Taka sytuacja skłania do potwierdzenia słuszności stawianej hipotezy badawczej, stanowiącej, iż na kształtowanie się wartości księgowej kapitału własnego spółek giełdowych wpływa w głównej mierze wielkość kapitału zasobowego, którego udział w kapitale własnym w sposób znaczący przeważa nad kapitałem zakładowym.



Rys. 6. Struktura kapitału własnego badanych spółek przemysłowych w podziale na kapitał zakładowy i zasobowy w latach 2001–2010

Źródło: jak do rys. 2.

W dwóch przypadkach (Amica Wronki SA i Apator SA) udział kapitału zasobowego w kapitale własnym przekroczył średnio nawet 100% (zob. tab. 7). Na taką sytuację wpłynęły znaczne ujemne wartości składnika pasywów bilansu, jakim są „Akcje (udziały) własne”.

Warto podkreślić, że w spółkach Kruszwica SA i ZEG SA wielkość kapitału zasobowego kształtowała się na znacznie niższym poziomie, gdyż biorąc pod uwagę wszystkie badane okresy, odnotowano wskaźniki udziału kapitału zasobowego w kapitale własnym na poziomie około 30–40%. Ponadto w spółce Kruszwica SA zaobserwowano w 2001 r. najniższą wartość kapitału zasobowego spośród wszystkich badanych spółek w analizowanym dziesięcioleciu. Podobna sytuacja miała miejsce w 2010 r. w spółce ZEG SA, w której kapitał zasobowy stanowił jedynie 11,8% wartości kapitału własnego.

Tabela 7

Udział kapitału zasobowego w kapitale własnym badanych spółek przemysłowych  
w latach 2001–2010

Spółki akcyjne	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Średnia
Amica Wronki	138%	120%	119%	102%	102%	102%	102%	103%	102%	95%	109%
Apator	96%	99%	98%	95%	95%	96%	97%	98%	97%	98%	97%
Dębica	80%	82%	83%	83%	82%	82%	83%	84%	85%	86%	83%
Grupa Kęty	96%	122%	115%	98%	86%	87%	87%	87%	89%	89%	96%
Hydrotor	86%	87%	88%	87%	89%	90%	91%	92%	92%	92%	90%
Kruszwica	10%	17%	38%	50%	50%	59%	59%	32%	36%	33%	38%
Mondi Paper Świecie	93%	94%	93%	68%	66%	67%	66%	69%	72%	77%	76%
Pfleiderer Grajewo	93%	95%	95%	97%	97%	97%	97%	96%	97%	97%	96%
Rafako	73%	74%	75%	81%	81%	82%	56%	58%	61%	63%	70%
Stalprodukt	90%	97%	97%	95%	96%	98%	102%	101%	101%	101%	98%
Śnieżka	78%	83%	88%	90%	91%	91%	91%	94%	93%	93%	89%
Wawel	82%	83%	87%	89%	92%	94%	95%	96%	86%	88%	89%
ZEG	63%	59%	57%	12%	16%	20%	23%	28%	29%	12%	32%
ZPUE	66%	68%	71%	76%	80%	85%	88%	90%	92%	93%	81%

Źródło: jak do tab. 3.

Analiza struktury kapitału własnego wskazuje, że w trzech spółkach (Amica Wronki SA, Grupa Kęty SA oraz Stalprodukt SA) zaobserwowano przypadki ujemnej wartości kapitału zakładowego (zob. tab. 8). Sytuacja taka wynikała ze znacznej ujemnej wartości akcji własnych, zaliczonych do kapitału zakładowego.

Najwyższe udziały kapitału zakładowego w wartości kapitału własnego zanotowano w spółce Kruszwica SA w pierwszym analizowanym okresie (2001 r.) oraz w ZEG SA w ostatnim analizowanym okresie (2010 r.). Obliczone wskaźniki struktury kapitału własnego dla tych przypadków wynosiły około 90%. Z kolei jedynie kilkuprocentowe, ale dodatnie wartości udziału kapitału zakładowego w kapitale własnym w całym badanym okresie pojawił się w spółkach: Apator SA oraz Pfleiderer Grajewo SA.

Tabela 8

Udział kapitału zakładowego w kapitale własnym badanych spółek przemysłowych w latach 2001–2010

Spółki akcyjne	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Średnia
Amica Wronki	-38%	-20%	-19%	-2%	-2%	-2%	-2%	-3%	-2%	5%	-9%
Apator	4%	1%	2%	5%	5%	4%	3%	2%	3%	2%	3%
Dębica	20%	18%	17%	17%	18%	18%	17%	16%	15%	14%	17%
Grupa Kęty	4%	-22%	-15%	2%	14%	13%	13%	13%	11%	11%	4%
Hydrotor	14%	13%	12%	13%	11%	10%	9%	8%	8%	8%	10%
Kruszwica	90%	83%	62%	50%	50%	41%	41%	68%	64%	67%	62%
Mondi Paper Świecie	7%	6%	7%	32%	34%	33%	34%	31%	28%	23%	24%
Pfleiderer Grajewo	7%	5%	5%	3%	3%	3%	3%	4%	3%	3%	4%
Rafako	27%	26%	25%	19%	19%	18%	44%	42%	39%	37%	30%
Stalprodukt	10%	3%	3%	5%	4%	2%	-2%	-1%	-1%	-1%	2%
Śnieżka	22%	17%	12%	10%	9%	9%	9%	6%	7%	7%	11%
Wawel	18%	17%	13%	11%	8%	6%	5%	4%	14%	12%	11%
ZEG	37%	41%	43%	88%	84%	80%	77%	72%	71%	88%	68%
ZPUE	34%	32%	29%	24%	20%	15%	12%	10%	8%	7%	19%

Źródło: jak do tab. 3.

Na podstawie wyników badań empirycznych nad relacją wartości kapitału zasobowego do kapitału zakładowego można stwierdzić, iż w większości analizowanych okresów badawczych miała miejsce przewaga pierwszego nad drugim (zob. tab. 9). Jedynie w 15 spośród 140 analizowanych przypadków zaobserwowano sytuację odwrotną, czyli większy udział kapitału zakładowego w kształtowaniu wartości księgowej kapitału własnego.

Sytuacja ta potwierdza zatem hipotezę badawczą, stanowiącą, iż na kształtowanie się wartości księgowej kapitału własnego spółek giełdowych wpływa w głównej mierze wielkość kapitału zasobowego, którego udział w kapitale własnym w sposób znaczący przeważa nad kapitałem zakładowym.

Tabela 9

Relacja wartości kapitału zasobowego do kapitału zakładowego badanych spółek przemysłowych w latach 2001–2010

Spółki akcyjne	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Amica Wronki	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Apator	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Dębica	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Grupa Kęty	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Hydrotor	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Kruszwica	-	-	-	-	-	+	+	-	-	-
Mondi Paper Świecie	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Pfleiderer Grajewo	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Rafako	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Stalprodukt	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Śnieżka	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Wawel	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
ZEG	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-
ZPUE	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+

W tabeli wyróżniono te badane okresy, w których wielkość kapitału zakładowego przeważała nad kapitałem zasobowym.

Źródło: jak do tab. 3.

## 6. ZAKOŃCZENIE

Poziom i struktura kapitału własnego stanowi ważny element kształtowania wartości własnych źródeł finansowania działalności gospodarczej przedsiębiorstw. Możliwość elastycznego kształtowania zarówno wartości kapitału własnego, jak również wartości poszczególnych jego składników, daje sposobność podejmowania różnych decyzji w zakresie finansowych strategii zarządzania przedsiębiorstwem. Proces ten powoduje, iż decyzje te mogą wpływać nie tylko na kształtowanie wartości księgowej kapitału własnego, ale również na jego rentowność i wypełnianie oczekiwań interesariuszy.

Przeprowadzona analiza kapitału własnego oraz jego struktury pozwala wnioskować, iż mimo znacznego zróżnicowania wartości księgowych tego kapitału w badanych spółkach przemysłowych, ogólnie ma miejsce jego wzrost

w badanym dziesięcioleciu. Wyniki badań empirycznych potwierdzają, iż w analizowanych giełdowych spółkach akcyjnych kapitał zasobowy odgrywał większą rolę w kształtowaniu wartości księgowej kapitału własnego aniżeli kapitał zakładowy. Ponadto największy udział w strukturze kapitału zasobowego posiadał kapitał zapasowy. Pozostałe składniki, m. in. zysk netto, pozostałe kapitały rezerwowe, kapitały z aktualizacji wyceny majątku, zysk (strata) z lat ubiegłych odgrywały znacznie mniejszą rolę w strukturze kapitałów własnych.

Kształtowanie kapitału zasobowego, w przeciwieństwie do kapitału zakładowego, następuje w głównej mierze w sposób obligatoryjny (np. obowiązkowe odpisy na kapitał zapasowy). Na wielkość tego kapitału wpływa także wiele czynników, które wiążą się z efektywnością pozyskiwania kapitału na zewnątrz przedsiębiorstwa, m.in. poprzez emisję dodatkowych akcji. W kapitale zasobowym przeto znajdują odzwierciedlenie określone strategie przedsiębiorstwa, które skupiać się powinny nie tylko na wzmocnieniu funkcji kapitału zakładowego, ale przede wszystkim stworzeniu możliwości rozwoju przedsiębiorstwa. Kapitał zasobowy pełnić może rolę determinanty zwiększania zdolności samofinansowania działalności przedsiębiorstwa.

Przeprowadzona analiza jest co prawda tylko pewnym wycinkiem oceny poziomu i struktury kapitału własnego spółek giełdowych, niemniej jednak stanowi próbę szerszego spojrzenia na kwestie strategii kształtowania wartości księgowej kapitału własnego. Może zatem posłużyć jako podstawa do dalszych badań nad rolą i znaczeniem wpływu struktury kapitału własnego na możliwości wzrostu efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa i tym samym wzrostu jego wartości rynkowej.

Artur Sajnóg

#### THE FORMING OF THE LEVEL AND STRUCTURE OF EQUITY OF THE INDUSTRIAL JOINT-STOCK EXCHANGE COMPANIES

The fundamental purpose of this article is to present the results of analysis the level and structure of equity of the selected companies quoted on the Warsaw Stock Exchange. The empirical investigation are aimed at verification of the hypothesis which assumes that on the forming of book value of equity of the joint-stock exchange companies mainly influenced by the value of the resource capital, which the share in the equity in the meaning way is prevailing above the share capital of. The empirical investigations have been preceded by the theoretical deliberations upon the role and meaning of the structures of equity in the joint-stock companies.

**Key words:** equity, book value of equity, structure of equity, resource capital, share capital, the Warsaw Stock Exchange, the study of the industrial joint-stock exchange companies.