

*Artur Sajnog**

ZARZĄDZANIE KAPITAŁEM WŁASNYM A RENTOWNOŚĆ GIEŁDOWYCH SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GPW WE FRANKFURCIE NAD MENEM I GPW W WARSZAWIE

Streszczenie. Zasadniczym celem badań teoretyczno-empirycznych podjętych w opracowaniu jest ocena relacji między zmianami wartości i struktury kapitału własnego a rentownością przedsiębiorstw notowanych na polskim i niemieckim rynku kapitałowym. Dla realizacji celu artykułu sformułowana została następująca hipoteza badawcza: *wzrostowi rentowności giełdowych spółek akcyjnych towarzyszą znaczące zmiany wartości i struktury kapitału własnego tych jednostek*. Zasygnalizowany problem badawczy, przyjmując formę analizy komparatywnej, zrealizowany został w dwóch częściach. Rozważania zawarte w części pierwszej mają charakter teoretycznych refleksji nad miejscem i rolą kształtowania struktury kapitału własnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa. Wiodącym nurtem badań znajdujących się w części drugiej jest analiza empiryczna powiązań między poziomem i strukturą kapitału własnego a rentownością spółek kapitałowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, wchodzących w skład indeksu WIG30 oraz na Giełdzie Papierów Wartościowych we Frankfurcie nad Menem z indeksu DAX. W opracowaniu przyjęto dziesięcioletni okres badawczy, obejmujący lata 2005–2014. W oparciu o analizę spółek wchodzących w skład obydwu indeksów stwierdzić należy, iż główną strategią kształtowania kapitału własnego jest gromadzenie środków w obszarze kapitału zasobowego. Natomiast najbardziej znaczące i istotne statystycznie zależności odnotowano między rentownością badanych spółek a udziałem kapitału zasobowego w kapitale własnym i kapitale całkowitym. Identyfikacja oraz ocena wielkości i struktury kapitału własnego pozwala na pełniejsze rozpoznanie oraz wykorzystanie możliwości wzrostu efektywności przedsiębiorstwa i wzrostu jego wartości rynkowej.

Słowa kluczowe: rentowność, kapitał własny, struktura kapitału własnego, kapitał zasobowy, WIG30, DAX.

1. WPROWADZENIE

Problematyka oceny gospodarowania kapitałem własnym wplata się szerokim i wartkim nurtem rozważań teoretycznych i empirycznych w nurt badań dotyczących strategii zarządzania finansami przedsiębiorstw. Do strategii tych należy między innymi pomnażanie wartości dla właścicieli oraz dla osiągnięcia wysokiej efektywności zarządzania kapitałem własnym. Wyodrębnione strategie

* Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, artursajnog@interia.pl

pozostają w określonej relacji między sobą, tworząc kadrcze zarządzającej istotne wyzwanie odnoszące się do/odnośnie do efektywnego gospodarowania aktywami i tym samym kształtowania wartości kapitału własnego oraz wartości przedsiębiorstwa. Efektywność gospodarowania aktywami jest jednym z czynników kreujących wielkość i strukturę kapitału własnego oraz pozostałych źródeł finansowania na poziomie nie tylko danej spółki, lecz także w obrębie spółek o podobnej kapitalizacji giełdowej.

Podejmowanie trafnych decyzji w zakresie wyboru sposobów finansowania spółki giełdowej wymaga znajomości specyfiki poszczególnych źródeł finansowania, przede wszystkim jednak szeregu ich właściwości. W głównej mierze należy wziąć pod uwagę dostępność kapitału, jego koszt, wymagany okres zwrotu oraz ich wpływ na bieżącą płynność jednostki gospodarczej, jej wypłacalność i rentowność. Kształtowanie optymalnej wielkości i struktury kapitału przedsiębiorstwa nie jest kwestią jednorazowej decyzji *ad hoc*, lecz posiada charakter ciągłego procesu wymagającego wielkiej staranności i odpowiedzialności w podejmowaniu decyzji satysfakcjonującej wszystkich znaczących interesariuszy.

Za zasadniczy kierunek rozważań teoretycznych zawartych w opracowaniu uznane może być podkreślenie znaczącej roli kapitału własnego w ocenie efektywności działania jednostek gospodarczych w powiązaniu z teorią hierarchii źródeł finansowania oraz optymalnej struktury kapitału, traktowanych jako kluczowe zmienne kształtowania wartości spółek giełdowych. Kształtowanie zarówno wartości księgowej tego kapitału, jak również wartości poszczególnych jego składników daje możliwość podejmowania strategicznych decyzji finansowych firmy, które zorientowane są na wzrost efektywności jej działania. Efektywność wyrażana m.in. w postaci zyskowności zaangażowanych zasobów kapitałowych determinuje tworzenie wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Z kolei wiodącym nurtem badań empirycznych jest ocena zmian zachodzących w strukturze kapitału własnego, w szczególności w strukturze kapitału zasobowego, który pełni istotnie ważną funkcję w kształtowaniu możliwości rozwoju oraz wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstw. Zawarta ocena zależności badanych kategorii ekonomicznych ma na celu weryfikację hipotezy badawczej, stwierdzającej, iż *wzrostowi rentowności giełdowych spółek przemysłowych towarzyszą znaczące zmiany wartości i struktury kapitału własnego tych jednostek*.

Tak ogólnie sformułowana hipoteza wymaga swoistego sprecyzowania. Wymóg ten jest zdeterminowany koniecznością wyboru i zastosowania określonych miar oceny rentowności spółek giełdowych oraz zawężenia analizy zmiennej objaśnianej do wartości kapitału własnego oraz struktury tego kapitału. Za zmienne objaśniające przyjęte zostały dwa współczynniki rentowności przedsiębiorstwa. Należą do nich: współczynnik rentowności kapitału własnego (ROE) oraz współczynnik rentowności aktywów całkowitych (ROTA). Natomiast na zmienną objaśnianą wybrano wskaźnik udziału kapitału zasobowego w kapitale

własnym oraz wskaźnik udziału kapitału zasobowego w kapitale całkowitym przedsiębiorstwa. Wydaje się, że wybór powyższych mierników dla analizy zmian wartości i struktury kapitału własnego przedsiębiorstw giełdowych w powiązaniu z rentownością całkowitych aktywów i rentownością kapitału własnego uznany może być za uzasadniony koniecznością pomnażania wartości przedsiębiorstwa nie tylko przez osiąganie przez nie satysfakcjonujących wyników finansowych, lecz także przez podział tych wyników i ich akumulację dla realizacji celów rozwojowych.

Dla potrzeb zoperacjonalizowania hipotezy głównej sformułowane zostały trzy hipotezy pomocnicze, stwierdzające, iż na wzrost rentowności polskich i niemieckich spółek publicznych ma znaczący wpływ: zwiększanie wartości kapitału zasobowego (H1), jego udziału w kapitale własnym (H2) i kapitale całkowitym przedsiębiorstwa (H3).

Badania dotyczą giełdowych spółek kapitałowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, wchodzących w skład indeksu WIG30 oraz spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych we Frankfurcie nad Menem (niem. Frankfurter Wertpapierbörse – FWB) z indeksu DAX. Analizą objęto roczne sprawozdania finansowe 60 spółek zakwalifikowanych do obydwu indeksów na dzień 01.07.2015 r. Dla realizacji celu opracowania przyjęto dziesięcioletni okres badawczy, tj. lata 2005–2014. Dane empiryczne do badań zostały zaczerpnięte z bazy EMIS (ang. *Emerging Markets Information Service*), niemieckich giełdowych serwisów internetowych oraz stron internetowych badanych spółek.

2. ISTOTA GOSPODAROWANIA KAPITAŁEM WŁASNYM PRZEDSIĘBIORSTWA

Kapitał własny przedsiębiorstwa tworzony jest przez jednostkę gospodarczą zgodnie z prawem (np. kodeks spółek handlowych, statut, umowa wspólników). Stanowi on równowartość środków gospodarczych wniesionych na stałe do jednostki przez jej właścicieli (założycieli) oraz wygoszparowanych przez samą jednostkę w toku jej działalności z zatrzymanej części zysku. Jest on jedną z ważniejszych, choć bardzo złożonych, kategorii finansowych, którą należy uznać za najbardziej stabilne źródło finansowania działalności jednostki. Jest kluczowym kapitałem, którego gromadzenie, przeznaczenie dla założenia i trwałego prowadzenia działalności gospodarczej oraz efektywne lokowanie w poszczególne składniki majątkowe można uznać za zasadnicze motywy oraz warunki powstania, funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstwa.

Kapitał własny jest niezbędny nie tylko do powstania przedsiębiorstwa, lecz także do podejmowania, realizacji i kontrolowania szeregu decyzji o charakterze

operacyjnym, inwestycyjnym oraz finansowym. Cele zwiększania wartości kapitału własnego mogą być w głównej mierze skupione wokół tworzenia źródeł poprawy efektywności ekonomicznej, w szczególności sytuacji finansowo-majątkowej, a w konsekwencji do wykorzystania owego potencjału dla wzrostu wartości przedsiębiorstwa i wartości dla jego właścicieli. Należy bowiem podkreślić, iż efektywność i wartość przedsiębiorstwa odnoszą się zasadniczo do gospodarowania kapitałem jednostki, zatem zmiana bazy kapitałowej oraz rentowność tegoż kapitału mogą stanowić jedne z kluczowych miar oceny efektywności oraz wzrostu wartości przedsiębiorstwa (Strack, Villis 2001: 68).

Gospodarowanie kapitałem własnym polega na tworzeniu, gromadzeniu i dzieleniu funduszy pieniężnych (Goławska-Witkowska, Rzeczycka, Zalewski 2006: 24). Gospodarka finansowa skupia się zatem na zebraniu kapitałów niezbędnych do prowadzenia działalności oraz ich uzupełnianiu w miarę rozwoju przedsiębiorstwa. Mając ponadto na uwadze otoczenie prawne przedsiębiorstwa, które w znaczący sposób determinuje jego powstanie i rozwój, gospodarowanie kapitałem własnym można określić jako pozyskiwanie, gromadzenie oraz wykorzystywanie tego źródła finansowania zgodnie z obowiązującymi uregulowaniami prawnymi i realizowanymi strategiami finansowymi przedsiębiorstwa, skupionymi zwłaszcza na zachowaniu optymalnej struktury kapitału. Za optymalną strukturę kapitału należy przyjąć taką proporcję kapitału własnego i obcego, która będzie prowadzić do maksymalizacji stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału przy danym poziomie ryzyka podejmowanego przez przedsiębiorstwo. Mimo istnienia w polskiej literaturze przedmiotu szeregu różnych poglądów na temat struktury kapitału (Jerzemowska 2006: 155; Duliniec 2001: 105–141; Skoczylas 2007: 147; Stradomski 2004: 23; Szczepański, Szyszko 2007: 332–333; Jog, Suszyński 2000: 150–151; Duraj 2001: 146), teoria finansów przedsiębiorstw stoi na stanowisku, iż optymalna struktura kapitału związana jest z efektywnym wykorzystaniem źródeł finansowania, zapewniając maksymalizację wartości przedsiębiorstwa (Modigliani, Miller 1958: 261–297).

Problematyka gospodarowania kapitałem własnym przedsiębiorstwa wiąże się nierozdzielnie z dylematem wyboru tegoż kapitału na tle innych kluczowych źródeł finansowania przedsiębiorstwa. Warto podkreślić, iż finansowanie własne, przy udziale kapitału własnego przedsiębiorstwa, jest postrzegane jako „bufor bezpieczeństwa”, gdyż nie generuje ryzyka związanego ze spłatą raty wraz z odsetkami od zaciągniętego długu (zob. Tabela 1). Z drugiej zaś strony niewielki udział kapitału własnego w kapitale całkowitym może być odebrany jako obawa przed niewypłacalnością przedsiębiorstwa. Wielkość źródeł własnych w finansowaniu majątku jednostki gospodarczej jest zwykle niewystarczająca, a poza tym brak zobowiązań długoterminowych powoduje, że korzystanie wyłącznie z kapitału własnego może stać się bardziej ryzykowne i bardziej kosztowne (Marcinkowska 2007: 283–284). Możliwość ta nabiera większego prawdopodobieństwa w przypadku ujemnej wartości kapitału własnego.

Tabela 1. Porównanie kapitału własnego i obcego

KAPITAŁ WŁASNY	KAPITAŁ OBCY
Brak konieczności spłaty	Konieczność spłaty
Nieobowiązkowa wypłata dywidend	Obligatoryjność spłaty odsetek
Dywidenda nie wpływa na podstawę opodatkowania	Odsetki odejmowane są od podstawy opodatkowania
Nie wpływa na możliwość pogorszenia sytuacji finansowej	Stwarza możliwości pogorszenia stanu finansowego spółki
Brak „zamiany” na opcje	Możliwość „zamiany” na opcje
Swoboda w korzystaniu	Możliwość wprowadzenia ograniczeń
Wyższe koszty emisji	Tańszy koszt nabycia
Bardziej skomplikowana procedura emisyjna	Stosunkowo prosta procedura ubiegania się o kredyt
Zapewnia większą elastyczność w działaniu	Mniejsza w przyszłości możliwość elastycznego działania
Mniejsze zyski przy mniejszym ryzyku	Większe zyski przy zwiększonym ryzyku
Nie ma wpływu na kredytowanie dostaw	Możliwy ujemny wpływ na kredytowanie dostaw

Źródło: opracowanie własne na podstawie Duliniac 2011: 88; Dębski 2013: 383–391; Szczyński, Szyszko 2007: 67–69; Skoczylas 2007: 147.

Gospodarowanie kapitałem własnym będzie zależne od szeregu czynników o charakterze finansowym, prawnym, inwestycyjnym, fiskalnym oraz behawioralnym. Wśród nich należy wymienić m.in.: dostępność kapitału, rentowność osiąganą przez spółkę, strukturę aktywów, koszt użycia kapitału, ryzyko finansowe, wpływ systemu podatkowego oraz politykę właściciela i jego nastawienie do ryzyka (Ostaszewski, Cicirko 2005: 135). Na tym tle istotnego znaczenia nabiera przytaczana niejednokrotnie w literaturze przedmiotu teoria hierarchii źródeł finansowania, wedle której przedsiębiorstwa wybierają źródła w kolejności określonej na liście preferencji, będącej pokłosiem skutków asymetrii informacyjnej. Zgodnie z założeniami tej teorii przedsiębiorstwa wybierają w pierwszej kolejności wewnętrzne źródła finansowania (samofinansowanie), unikając negatywnych następstw asymetrii informacyjnej.

Mając na uwadze analizę własnych źródeł finansowania majątku, przedsiębiorstwa mogą skupiać się na wzroście wartości kapitału zasobowego, ściśle kapitału samofinansowania, którego głównym składnikiem są zyski zatrzymane. Na podstawie dotychczasowych badań teoretycznych oraz praktyk przedsiębiorstw funkcjonujących na rozwiniętych rynkach finansowych podkreślić należy, iż głównym źródłem finansowania działalności bieżącej i rozwojowej przedsiębiorstwa są zyski zatrzymane, czyli wewnętrzny kapitał własny (Ross, Westerfield, Jaffe 1996: 379; Brealey, Myers, Marcus 1995: 400–440; Duliniac 2001: 36–37). Kapitał samofinansowania i kapitalizacja zysku netto (zatrzymy-

wanie zysku) stanowią zatem priorytetowe źródło wewnętrznego finansowania, z jakiego korzystają przedsiębiorstwa.

Działania spółki giełdowej skupione wokół zatrzymywania wypracowanego zysku netto mogą być z kolei odebrane jako wyraz wzmocnienia zachowawczej polityki finansowej przedsiębiorstwa, która może zostać negatywnie oceniona przez interesariuszy. Przykładowo uznać można, iż taka spółka nie widzi możliwości zainwestowania swoich nadwyżek finansowych, co z kolei może przyczynić się do niekorzystnych zmian efektywności spółki i rynkowych cen jej akcji.

Warto podkreślić, iż brak dostatecznych zasobów kapitału własnego i częsta trudność w jego pozyskaniu oraz potrzeby wzmocnienia relacji z innymi jednostkami gospodarczymi i bankami mogą sprawić, iż przedsiębiorstwa chętniej będą korzystały z kapitału obcego. Niedostatek kapitału własnego występuje szczególnie wśród przedsiębiorstw pragnących realizować strategię dynamicznego rozwoju, lecz również słabych – o małych możliwościach powiększania kapitału własnego z wypracowanego zysku (Gabrusewicz 2005: 106). Spółki nastawione na zwiększenie korzyści finansowych z kapitału obcego skłonne będą do większego zaangażowania tych środków nawet przy odpowiednim poziomie ryzyka.

Przy omawianiu problematyki gospodarowania kapitałem własnym należy zwrócić uwagę na zmiany w strukturze tego kapitału, polegające na zwiększeniu kapitału zakładowego spółki wskutek przesunięcia do tego kapitału środków ewidencjonowanych w kapitale zasobowym. Proces ten określa się mianem podwyższenia kapitału zakładowego ze środków własnych spółki bądź – skrótowno – kapitalizacją rezerw. Kapitalizacji rezerw towarzyszy wydanie akcji gratisowych (tzw. podwyżka gratisowa), które otrzymują akcjonariusze, bez dokonywania przez nich żadnych wpłat na rzecz spółki (Kidyba 2010: 689).

Wśród rezerw kapitałowych, jakie można przenieść z kapitału zasobowego na kapitał zakładowy, wymienić należy m.in. środki pochodzące z kapitałów rezerwowych spółki utworzonych z zysku (w tym także kapitału rezerwowego utworzonego 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: 565). Dodać należy, iż zgodnie z *Kodeksem spółek handlowych* (dalej: k.s.h.) spółka winna jednakże pozostawić taką część środków, które mogą być przeznaczone do podziału, jaka odpowiada niepokrytym stratom oraz akcjom własnym (*Kodeks spółek handlowych*, art. 442).

Podwyższenie kapitału zakładowego ze środków własnych spółek niemieckich, nazywane podwyższeniem nominalnym (Wöhe, Bilstein, Ernst, Häcker 2011: 82), również następuje w wyniku transformacji rezerw kapitałowych (kapitału rezerwowego lub zapasowego – tworzonego z zysków) na kapitał zakładowy (subskrybowany) przez objęcie nowych akcji bez konieczności wnoszenia

środków do spółki (*Aktiengesetz*, § 182–220). Akcje te nazywane są akcjami bonusowymi lub gratisowymi, gdyż akcjonariusze otrzymują je bezpłatnie w stosunku do swoich udziałów.

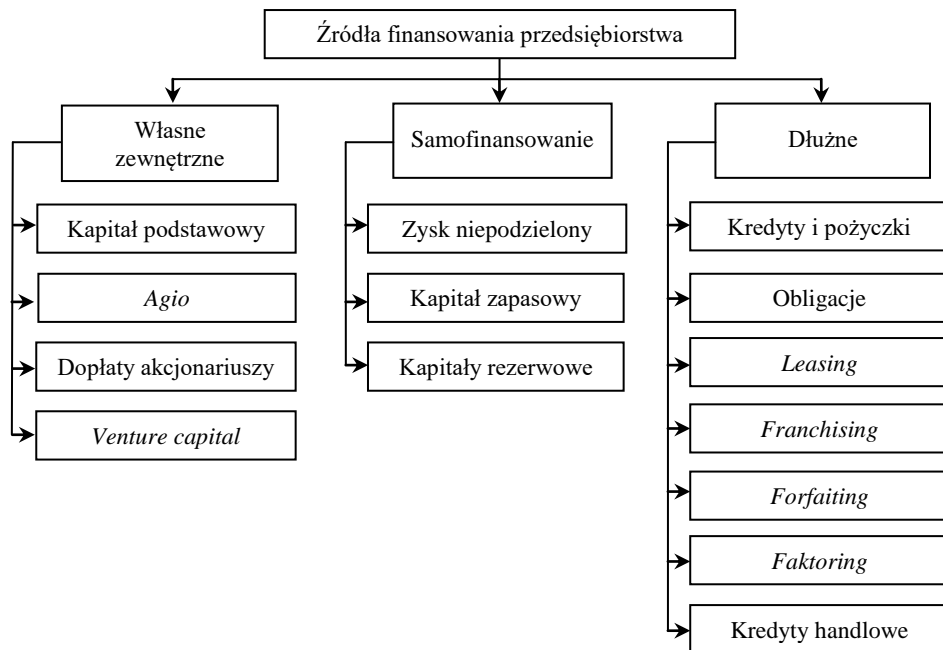
3. ROLA KAPITAŁU ZASOBOWEGO W GOSPODAROWANIU KAPITAŁEM WŁASNYM SPÓŁKI AKCYJNEJ

Dostępność oraz opłacalność wykorzystania kapitału własnego w działalności i rozwoju spółek akcyjnych jest uzależniona od szeregu zmiennych zależnych i niezależnych od przedsiębiorstwa. Do tych pierwszych zaliczyć należy m.in. formę prawną, wielkość przedsiębiorstwa, rodzaj prowadzonej działalności, strukturę aktywów, zaś do drugich regulacje prawne (w tym przepisy podatkowe), poziom stóp procentowych, inflację, stopień rozwoju rynków finansowych itp. Kształtowanie optymalnej wielkości i struktury kapitału własnego jednostki gospodarczej nie jest zatem kwestią jednorazowej decyzji, lecz przyjmuje charakter ciągłego procesu, w wyniku którego osoby zarządzające dostosowują własne źródła finansowania działalności do uwarunkowań wewnętrznych przedsiębiorstwa i do impulsów płynących z rynku.

Gdy weźmie się pod uwagę różnorodność wewnętrznych i zewnętrznych źródeł finansowania przedsiębiorstwa (zob. Rysunek 1), kluczowego znaczenia nabiera analiza źródeł kapitału własnego, która ułatwi menedżerom decyzje zmierzające do optymalizacji struktury finansowania w oparciu o uzyskiwane mierniki efektywności ekonomicznej.

Mając na uwadze potrzebę szczegółowej analizy procesu gospodarowania kapitałem własnym dla uzyskiwania ponadprzeciętnych mierników efektywności ekonomicznej, za kluczowy aspekt uznaje się ocenę dwóch zasadniczych kategorii kształtujących poziom kapitału własnego, a mianowicie kapitału zakładowego oraz zasobowego.

Głównie na etapie zakładania, ale i w procesie funkcjonowania spółek akcyjnych, ważną rolę odgrywa kapitał podstawowy (zakładowy), stanowiący równowartość środków wniesionych bezterminowo do jednostki przez jej właścicieli. Jego zgromadzenie i przeznaczenie dla założenia i trwałego prowadzenia działalności gospodarczej przez przedsiębiorcę na własne ryzyko, rachunek i odpowiedzialność jest pierwotnym oraz zasadniczym motywem oraz warunkiem powstania i funkcjonowania przedsiębiorstwa. Kluczowy charakter kapitału podstawowego wyraża się m.in. w jego funkcji założycielskiej i gwarancyjnej. Gwarancja kapitału zakładowego sprawia, iż w przypadku bankructwa przedsiębiorstwa, w pierwszej kolejności regulowane są zobowiązania wobec wierzycieli, zaś pozostała kwota zostaje wypłacona właścicielom (Steffens 2004: 5).



Rysunek 1. Źródła kapitału własnego na tle wewnętrznych i zewnętrznych źródeł finansowania przedsiębiorstwa

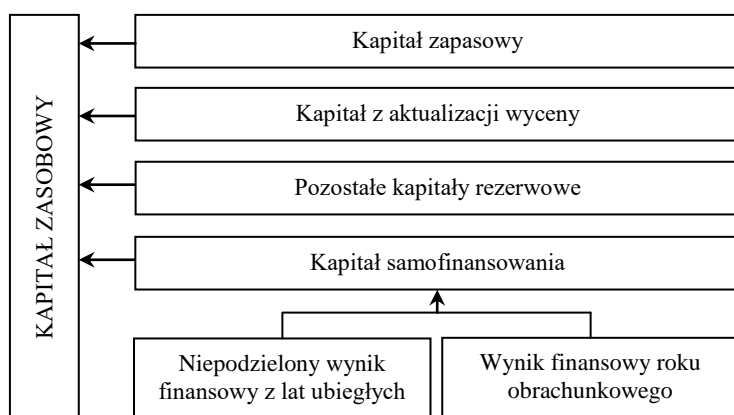
Źródło: opracowanie własne na podstawie Ostaszewski 2000: 16; Dębski 2005: 386.

Drugim, równie ważnym elementem kapitału własnego jest kapitał zasobowy. W ogólnym ujęciu kapitałem zasobowym przedsiębiorstwa można określić pozostałą, po wyłączeniu kapitału zakładowego, część kapitału własnego¹. Kapitał zasobowy stanowi zatem równowartość tych składników majątkowych przedsiębiorstwa, które nie zostały sfinansowane kapitałem zakładowym (Duraj 2000: 183; Gmytrasiewicz, Karmańska, Olchowicz 1996: 457; Otolą, Grabowska 2009: 191). Inaczej mówiąc, wskazuje na wielkość kapitału wypracowanego w toku działalności przedsiębiorstwa i potwierdza wypełnianie w głównej mierze funkcji ekonomicznej kapitału własnego. Bez wątplenia należy wskazać, iż wielkość kapitału zasobowego winna wynikać z planu finansowego spółki, po-

¹ Nieco inne wyodrębnienie kapitału zasobowego w strukturze kapitału własnego spółki akcyjnej można odnaleźć w rozporządzeniu Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 25 czerwca 1924 r. o bilansowaniu w złotych oraz określeniu w złotych kapitałów własnych przedsiębiorstw, obowiązujących do prowadzenia ksiąg handlowych. Zgodnie z treścią owego dokumentu kapitał własny dzielony jest na kapitał zakładowy (akcyjny udziałowy), kapitał zasobowy, amortyzacyjny i inne kapitały własne (por. Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej..., § 5, pkt 1). Obecne regulacje prawne nie traktują kategorii kapitału zasobowego w taki sposób.

kazując jednocześnie optymalną kwotę środków pieniężnych niezbędnych do prowadzenia działalności w taki sposób, aby była ona zyskowna dla spółki.

O ile cechą kapitału zakładowego jest jego stabilność, to specyfiką kapitału zasobowego jest elastyczność jego kształtowania przez przedsiębiorstwo dla potrzeb realizacji określonej strategii finansowej. Posiadanie takiego źródła finansowania majątku daje możliwość elastycznego gospodarowania finansami spółki (poprzez optymalizację struktury kapitału) dla poprawy efektywności jej działania. Kapitał zasobowy pełni zatem funkcję stabilizatora dalszej działalności przedsiębiorstwa i służy podejmowaniu, realizacji i kontrolowaniu wielu decyzji bieżących i strategicznych (Sajnog 2012: 78).



Rysunek 2. Kształtowanie kapitału zasobowego spółki akcyjnej

Źródło: opracowanie własne na podstawie Duraj 2000: 183.

Na wielkość i strukturę kapitału zasobowego wpływa wiele czynników (por. Rysunek 2), ale w głównej mierze należy wymienić te, które wiążą się z kształtowaniem wyniku finansowego przedsiębiorstwa (obligatoryjne odpisy na kapitał zapasowy) oraz związane z pozyskiwaniem wewnętrznych źródeł finansowania, czyli zysku zatrzymanego (kapitał samofinansowania).

Celem tworzenia kapitału zapasowego jest przede wszystkim chęć zabezpieczenia utrzymania kapitału podstawowego w nieuszczerplonej postaci. Służy on pokryciu ewentualnych strat oraz stanowi pomoc przy samofinansowaniu spółki. Główne jednak źródło kapitału zapasowego spółek akcyjnych w Polsce 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 zgromadzi kapitał zapasowy w wysokości odpowiadającej co najmniej 1/3 kapitału zakładowego. Do źródeł kapitału zapasowego należy zaliczyć ponadto:

- a) nadwyżki ceny sprzedaży akcji nad ich wartością nominalną, które pozostają po pokryciu kosztów emisji (tzw. *agio*),
- b) dopłaty akcjonariuszy wnoszone za przyznanie szczególnych uprawnień oraz dopłaty akcjonariuszy niezwiększające kapitału zakładowego,
- c) różnice z aktualizacji wyceny uprzednio zaktualizowanych, zbywanych lub zlikwidowanych środków trwałych (Zalewski 2000: 248).

Oprócz obowiązkowych odpisów z zysku netto na rzecz kapitału zapasowego spółka akcyjna tworzy także kapitał rezerwowy (głównie na poczet zabezpieczenia ewentualnych strat). Nadto źródłem kapitału zapasowego jest również kapitał z aktualizacji wyceny środków trwałych, który jest związany z przeszacowaniem środków trwałych (Sierpińska, Jachna 2005: 63).

Kapitał z aktualizacji wyceny jest wykorzystywany do ujmowania skutków okresowego przeszacowywania wartości środków trwałych i inwestycji długoterminowych, a także dokonywania rozliczeń księgowych nieujmowanych w rachunku zysków i strat (Buk 2003: 210). Warto podkreślić, iż w przypadku zbycia lub likwidacji danego środka trwałego następuje zmniejszenie wartości kapitału z aktualizacji wyceny o różnice powstałe wskutek przeszacowania. Owe wartości są wówczas zapisywane po stronie kapitału zapasowego. Kapitał z aktualizacji wyceny może ulec zmniejszeniu także wskutek uzasadnionego obniżenia wartości przeszacowanego środka trwałego, np. z racji trwałej utraty zdolności do generowania korzyści ekonomicznych (Karmańska, Walińska 2003: 22).

Ważną kategorię kapitału zasobowego z punktu widzenia zarządzania finansami przedsiębiorstwa stanowi kapitał samofinansowania, obejmujący niepodzielony wynik finansowy z lat ubiegłych oraz wynik finansowy z bieżącego roku obrachunkowego. Spółka akcyjna nie musi bowiem przeznaczać zysków na wypłatę dywidend, tylko może skupiać się na zwiększaniu kapitału zasobowego, wskutek dobrowolnych odpisów na kapitał zapasowy lub rezerwowy. Oznacza to wprost, że zatrzymany w przedsiębiorstwie zysk stanowi o potencjale jego samofinansowania.

Biorąc pod uwagę dwuelementową strukturę kapitału własnego spółki akcyjnej (kapitał zakładowy i kapitał zasobowy), większe znaczenie w zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa przypisuje się jednak kapitałowi zasobowemu. Jego wiodąca rola w strategii finansowania spółek odzwierciedla trafne identyfikowanie, wykorzystywanie i pomnażanie składników tego kapitału dla uzyskiwania określonych efektów. Efekt dochodowy można uzyskać poprzez decyzje dotyczące koncentracji tego kapitału, jego akumulacji, uzupełniania, ochrony oraz odzyskiwania. W dalszej mierze przełożyć się to powinno na określone efekty ekonomiczne, m.in. stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału.

Rentowność zaangażowanego kapitału odgrywać może mniejszą rolę i mieć mniejsze znaczenie w perspektywie krótkiego okresu. Natomiast w strategicznym ujęciu utożsamiana jest ona z maksymalizacją korzyści właścicieli przedsiębiorstwa, którzy inwestują w nim swoje kapitały i oceniają efektywność swo-

ich inwestycji na podstawie oczekiwanej długookresowej stopy zwrotu z wyłożonego kapitału.

Rentowność kapitału własnego stanowi zmienną, która wskazuje na komplementarny i zróżnicowany charakter zarówno oddziaływania zmiennych marketingowych, jak i zmiennych produkcyjnych oraz finansowych na stopę zwrotu z kapitału wyłożonego przez właścicieli. Ocena tych zmiennych pozwala na wskazanie szans i zagrożeń przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa na rynku. Pozytywna ocena na rynku kapitałowym umożliwia uzyskanie dodatkowych źródeł finansowania dla przedsiębiorstwa oraz chroni przed ucieczką inwestorów do innych korzystniej ocenianych inwestycji. Niedobór kapitału własnego bądź jego niewłaściwa struktura stanowią zatem nie tylko barierę rozwoju firmy na rynku, ale przede wszystkim ograniczenie zainteresowania inwestorów lokowaniem kapitału.

Kapitał zasobowy stanowi ważny element kształtowania wartości własnych źródeł finansowania działalności gospodarczej przedsiębiorstw, a możliwość jego elastycznego kształtowania 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. Zasoby kapitałowe, ich aplikacja i racjonalne wykorzystanie współdecydują o tym, czy przedsiębiorstwo jest w stanie zbudować przewagę konkurencyjną, a w efekcie zwiększyć swoją rentowność i kreować wartość przedsiębiorstwa (Janasz 2007: 56). Wpływ zmian poziomu i struktury kapitału własnego, w szczególności kapitału zasobowego, na efektywność spółek giełdowych, będzie zatem wyrazem oceny skuteczności decyzji dotyczących gospodarowania kapitałem ukierunkowanych na zwiększanie rentowności oraz pomnażanie wartości przedsiębiorstwa.

4. WYNIKI BADAŃ EMPIRYCZNYCH

Przedstawiony problem badawczy realizowany jest w dwóch częściach. W pierwszej części znajdują się wyniki badań empirycznych nad zmianami poziomu i struktury kapitału własnego badanych spółek, w podziale na kapitał zakładowy i kapitał zasobowy. Część druga zawiera wyniki badań nad relacjami między rentownością analizowanych przedsiębiorstw a zmianami kapitału zasobowego oraz jego udziału w kapitale własnym i kapitale całkowitym. Ocena rentowności spółek akcyjnych opiera się na standardowej formule współczynnika rentowności kapitału własnego (ROE) oraz współczynnika rentowności aktywów całkowitych (ROTA), będących odpowiednio relacją zysku netto do kapitału własnego oraz aktywów całkowitych. Ze względu na porównywanie danych strumieniowych z danymi bilansowymi, przy konstruowaniu współczynników zastosowano rozwiązanie metodyczne, w którym wielkość bilansowa

kapitału własnego oraz aktywów całkowitych została ujęta jako stan średni w danym okresie.

Dla potrzeb weryfikacji zależności między wielkością kapitału zasobowego oraz jego udziału w kapitale własnym i kapitale całkowitym a rentownością badanych podmiotów została wykorzystana analiza korelacji (za pomocą współczynnika korelacji rang Spearmana). Z kolei do badania istotności zależności między tymi kategoriami wykorzystana została statystyka *t*.

4.1. Ocena poziomu i struktury kapitału własnego badanych spółek

Oceniając rolę i znaczenie procesu gospodarowania kapitałem własnym w kształtowaniu efektywności ekonomicznej, warto zwrócić uwagę na zmiany jego poziomu w analizowanych spółkach w podziale na kapitał zakładowy i kapitał zasobowy. Na podstawie wyników badań empirycznych stwierdzić należy, iż w większości przypadków w badanym dziesięcioleciu średnia wartość księgową kapitału własnego badanych jednostek wykazała tendencję rosnącą (zob. Tabela 2). Za newralgiczny okres należy uznać rok 2008, w którym wartości kapitału własnego (a jednocześnie kapitału zakładowego i zasobowego), według stanu z 31.12.2008 r., uległy zmniejszeniu w porównaniu z rokiem poprzednim, nawet o kilkanaście procent. Godnym podkreślenia jest fakt, iż częstsze spadki wartości kapitału własnego notowały spółki z warszawskiego parkietu.

Tabela 2. Średnie wartości kapitału własnego, zakładowego i zasobowego spółek z indeksu WIG30 i DAX w latach 2005–2014 (dane w mld EUR)

Lata	Kapitał własny		Kapitał zakładowy		Kapitał zasobowy	
	WIG30	DAX	WIG30	DAX	WIG30	DAX
2005	0,98	11,79	0,19	1,46	0,79	10,33
2006	1,11	13,75	0,20	1,47	0,91	12,28
2007	1,44	15,07	0,17	1,49	1,27	13,58
2008	1,81	16,02	0,47	1,51	1,34	14,51
2009	1,63	14,36	0,40	1,52	1,23	12,84
2010	1,80	15,28	0,44	1,57	1,36	13,71
2011	2,06	17,60	0,47	1,61	1,59	15,99
2012	2,06	18,53	0,37	1,62	1,69	16,91
2013	2,34	19,72	0,43	1,62	1,91	18,10
2014	2,43	19,78	0,42	1,66	2,01	18,12

* Do przeliczenia danych bilansowych spółek z indeksu WIG30 użyto kursu średniego NBP na dzień bilansowy, zaś do przeliczenia pozycji rachunku zysków i strat użyto kursu będącego średnią arytmetyczną kursów NBP obowiązujących na ostatni dzień poszczególnych miesięcy danego roku.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *EMIS*, <http://www.boerse-frankfurt.de> oraz stron internetowych badanych spółek.

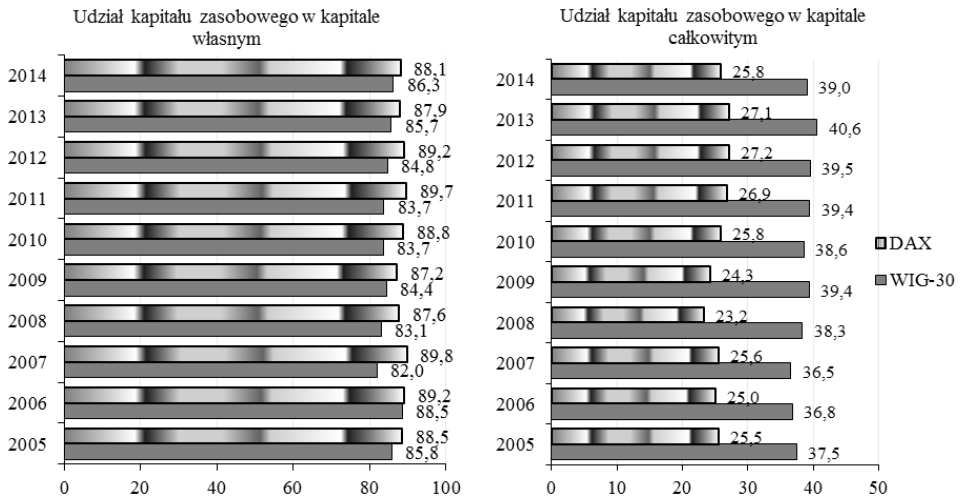
Mając na uwadze wnikliwą ocenę wartości kapitału zasobowego, stwierdzić należy znaczące różnice pomiędzy spółkami z indeksu WIG30 oraz DAX. Świadczą o tym podstawowe statystyki, wyrażone m.in. w postaci średniej arytmetycznej, mediany oraz odchyłeń standardowych.

Zaprezentowane w Tabeli 3 dane liczbowe wskazują jednoznacznie, że w badanym dziesięcioleciu spółki wchodzące w skład indeksu WIG30 notowały znacznie mniejsze wartości kapitału własnego aniżeli spółki z indeksu DAX. Nie ulega wątpliwości, iż niemieckie spółki, funkcjonujące na bardziej rozwiniętym i doświadczonym rynku finansowym, posiadają wyższy poziom rozwoju czynników produkcji, w szczególności znacznie wyższe wartości kapitału zasobowego, jednakże o dużej zmienności (zob. Tabela 3). Z drugiej jednak strony, podmioty te mogą posiadać mniejszy potencjał ich wykorzystania, przejawiający się niższym poziomem efektywności ekonomicznej w porównaniu do polskich przedsiębiorstw.

Tabela 3. Podstawowe statystyki opisowe wartości kapitału zasobowego spółek z indeksu WIG30 oraz DAX w latach 2005–2014 (dane w mld EUR)

Wyszczególnienie		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Średnia	WIG30	0,91	1,27	1,34	1,23	1,36	1,59	1,69	1,91	2,01	1,96
	DAX	12,28	13,58	14,51	12,84	13,71	15,99	16,91	18,10	18,12	19,52
Mediana	WIG30	0,64	0,72	0,87	0,91	0,91	1,17	1,32	1,68	1,56	1,52
	DAX	6,23	7,39	8,52	8,19	8,60	10,09	11,32	12,34	10,76	11,88
Minimum	WIG30	0,01	-0,02	-0,75	-0,62	-0,52	-0,27	0,05	0,06	0,06	0,08
	DAX	0,83	1,01	0,82	0,27	0,10	0,45	1,18	1,42	0,93	1,53
Maksimum	WIG30	3,27	7,02	4,96	4,79	4,61	5,04	4,98	5,72	5,95	6,18
	DAX	42,69	49,38	47,64	33,99	39,00	46,46	56,35	76,32	86,54	88,77
Odchylenie standardowe	WIG30	1,00	1,68	1,55	1,33	1,43	1,65	1,64	1,85	1,90	1,74
	DAX	12,50	13,71	13,61	10,87	11,99	13,94	14,94	17,76	18,98	21,04
Współczynnik zmienności	WIG30	109,96	131,84	116,11	108,25	105,02	103,76	97,32	96,57	94,56	88,55
	DAX	101,84	100,99	93,75	84,71	87,49	87,21	88,32	98,14	104,72	107,78

Źródło: opracowanie własne na podstawie: EMIS, <http://www.boerse-frankfurt.de> oraz stron internetowych badanych spółek.



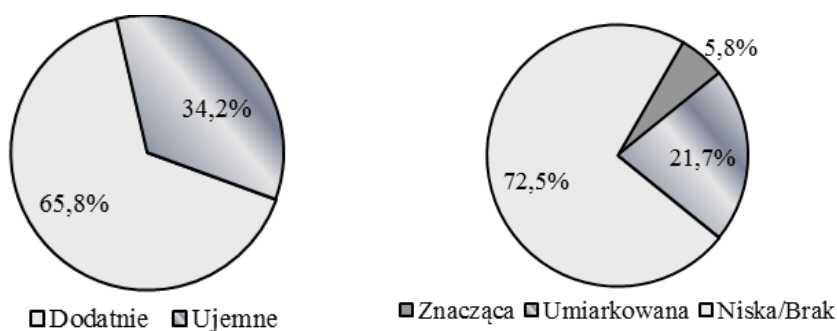
Wykres 1. Udziały kapitału zasobowego w kapitale własnym i kapitale całkowitym w spółkach z indeksu WIG30 oraz DAX w latach 2005–2014 (dane w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *EMIS*, <http://www.boerse-frankfurt.de> oraz stron internetowych badanych spółek.

Szczegółowa analiza sprawozdań finansowych badanych spółek wykazała, iż w strukturze kapitału własnego wiodącą rolę odgrywał kapitał zasobowy (zob. Wykres 1). Potwierdzić to może zatem większą dbałość o kształtowanie kapitału zasobowego w strukturze kapitału własnego aniżeli kapitału zakładowego, będącego głównie wyrazem realizacji funkcji gwarancyjnej. Nadto, kapitał zasobowy miał większe znaczenie w spółkach z niemieckiego parkietu. Jeśli weźmie się bowiem pod uwagę średnie wartości udziałów kapitału zasobowego w kapitale własnym, w spółkach z indeksu WIG30 oscylowały one wokół 85%, zaś w niemieckich przedsiębiorstwach wokół 88%. Należy podkreślić, iż całkiem odwrotne charakterystyki wskaźników odnotowano przy ocenie relacji kapitału zasobowego do kapitału całkowitego badanych spółek. Różnice w obliczonych wskaźnikach struktury dla polskich i niemieckich przedsiębiorstw wynosiły ok. kilkunastu punktów procentowych. Okazało się zatem, iż kapitał zasobowy spółek z indeksu WIG30 odgrywał większą rolę w finansowaniu majątku całkowitego, co może znaleźć swe przełożenie w osiągniętych miernikach efektywności, wykorzystujących kapitał całkowity.

4.2. Analiza zależności między kapitałem zasobowym oraz jego udziałem w kapitale własnym i kapitale całkowitym a rentownością badanych spółek

Przeprowadzone badania empiryczne pokazały, że analizowane spółki charakteryzowały się w badanym dziesięcioleciu znacznym zróżnicowaniem zależności między zmianami strategii kształtowania kapitału zasobowego a efektywnością ekonomiczną jednostek, wyrażoną przy pomocy współczynników rentowności kapitału własnego ROE oraz rentowności aktywów całkowitych ROTA. Podkreślić należy, iż obliczone współczynniki korelacji rang Spearmana w większości analizowanych przypadków świadczyły o dodatnich zależnościach między badanymi kategoriami ekonomicznymi, jednakże o dość niskiej sile wpływu (zob. Wykres 2).



Wykres 2. Siła i charakter zależności między badanymi kategoriami ekonomicznymi spółek z indeksu WIG30 oraz DAX w latach 2005–2014

Źródło: opracowanie własne na podstawie: EMIS, <http://www.boerse-frankfurt.de> oraz stron internetowych badanych spółek.

Mając na uwadze komparatywną analizę spółek z indeksu WIG30 oraz DAX, wskazać należy na dość odmienny charakter zależności między poziomem kapitału zasobowego a rentownością polskich i niemieckich spółek giełdowych, także o zróżnicowanej sile. Po uwzględnieniu współczynnika rentowności kapitału własnego ROE, w spółkach z indeksu DAX badane zależności okazały się w większości przypadków negatywne, zaś przy wykorzystaniu współczynnika rentowności aktywów całkowitych ROTA, wszystkie obliczone współczynniki korelacji były ujemne (zob. Tabela 4). W spółkach z indeksu WIG30 z kolei związki między wartością kapitału zasobowego a miernikami efektywności ekonomicznej wykazywały bardziej zróżnicowane tendencje. Podkreślić jednakże należy, iż obliczone współczynniki korelacji dla tych zależności bardzo rzadko okazywały się istotne statystycznie.

Tabela 4. Współczynniki korelacji między miernikami rentowności kapitału własnego ROE i rentowności aktywów całkowitych ROTA a poziomem kapitału zasobowego oraz jego udziałem w kapitale własnym i kapitale całkowitym badanych spółek (lata 2005–2014)

Lata	Zależność między:											
	ROE a:						ROTA a:					
	wielkością kapitału zasobowego		udziałem kapitału zasobowego w kapitale własnym		udziałem kapitału zasobowego w kapitale całkowitym		wielkością kapitału zasobowego		udziałem kapitału zasobowego w kapitale własnym		udziałem kapitału zasobowego w kapitale całkowitym	
	WIG30	DAX	WIG30	DAX	WIG30	DAX	WIG30	DAX	WIG30	DAX	WIG30	DAX
2005	0,64	-0,15	0,56	-0,16	0,61	0,24	0,70	-0,30	0,44	-0,25	0,65	0,73
2006	0,35	-0,45	0,22	-0,03	0,38	0,23	0,43	-0,49	0,13	-0,16	0,47	0,81
2007	0,40	-0,19	0,51	-0,04	0,15	0,11	0,15	-0,30	0,24	-0,08	0,48	0,68
2008	-0,08	-0,33	0,44	-0,07	0,13	0,57	-0,01	-0,28	0,27	-0,03	0,52	0,83
2009	0,08	0,11	0,28	0,08	0,01	0,13	0,02	-0,03	0,13	0,11	0,33	0,62
2010	0,06	-0,34	0,46	-0,13	0,18	0,09	-0,12	-0,49	0,29	-0,17	0,73	0,61
2011	0,11	-0,21	0,23	0,10	-0,10	0,25	0,06	-0,31	0,04	0,09	0,44	0,63
2012	-0,06	-0,10	0,41	0,18	0,03	0,31	-0,17	-0,24	0,19	0,08	0,60	0,76
2013	-0,02	0,05	0,21	0,09	-0,20	0,49	0,03	-0,04	0,12	0,12	0,32	0,83
2014	-0,03	0,08	0,06	-0,09	-0,43	0,15	-0,15	-0,11	-0,16	-0,01	0,23	0,75

Oznaczenia: pogrubioną czcionką wyróżniono istotne statystycznie współczynniki korelacji (poziom istotności 0,05).

Źródło: opracowanie własne na podstawie: EMIS, <http://www.boerse-frankfurt.de> oraz stron internetowych badanych spółek.

Nieco inną sytuację zaobserwowano w przypadku dwóch kolejnych zależności, a mianowicie: między udziałem kapitału zasobowego w kapitale własnym i kapitale całkowitym a miernikami rentowności analizowanych jednostek. Na podstawie wyników badań empirycznych wskazać można, iż ewidentnie pozytywny wpływ na rentowność aktywów całkowitych, co ważne w polskich i niemieckich spółkach akcyjnych, miał udział kapitału zasobowego w kapitale całkowitym. Ponadto, w większości analizowanych okresów badawczych odnotowano współczynniki korelacji świadczące o umiarkowanej bądź znaczącej sile zależności między tymi zmiennymi. Można podkreślić także, że obserwowane współczynniki korelacji okazały się istotne statystycznie w wielu badanych okresach, a w spółkach z indeksu DAX nawet we wszystkich.

Przy zmiennej w postaci udziału kapitału zasobowego w kapitale własnym zanotowano, iż w spółkach z warszawskiego parkietu prawie w każdym z analizowanych okresów badawczych miała ona pozytywny wpływ na rentowność przedsiębiorstw. Zależności te okazywały się jednakże niskie (maksymalnie umiarkowane) i często nieistotne statystycznie. Odmiennie wnioski wysnuć nale-

ży z analizy współczynników korelacji między udziałem kapitału zasobowego w kapitale własnym a rentownością, wyrażoną w postaci współczynników ROE i ROTA, dla niemieckich spółek. Świadczyły one bowiem o pejoratywnym wpływie tej zmiennej na zmienną endogeniczną. Siła zależności była jednakże bardzo niska, a wszystkie współczynniki korelacji rang Spearmana okazały się nieistotne statystycznie.

5. PODSUMOWANIE

Zarządzanie strukturą kapitału jednostki gospodarczej, w tym samym gospodarowanie kapitałem własnym, jest jednym z ważniejszych, podejmowanych, lecz nie do końca zweryfikowanych empirycznie, problemów współczesnych finansów przedsiębiorstwa. Optymalna struktura kapitału, traktująca o najbardziej efektywnym udziale poszczególnych jego elementów w finansowaniu majątku przedsiębiorstw, nadal jest przedmiotem wielu dyskusji i polemik, zarówno w środowiskach biznesowych, jak i naukowych. Szczególną rolę odgrywa kapitał własny, gdyż jego poziom i struktura wyrażają nie tylko istniejącą sytuację majątkową i finansową jednostki gospodarczej, ale w głównej mierze stanowią o jej potencjale ekonomicznym i pełnią funkcję gwarancyjną dla wierzycieli i właścicieli. Ponadto, stanowiąc trwałą podstawę finansowania przedsiębiorstwa, kapitał własny jest wiodącym źródłem oceny jego zdolności kredytowej.

Wyniki badań empirycznych na przykładzie wybranych polskich i niemieckich spółek giełdowych wskazują, iż kapitał zasobowy odgrywał ważną rolę w strukturze kapitału własnego oraz kapitału całkowitego badanych przedsiębiorstw. Zaobserwowano natomiast różnice między spółkami z indeksu WIG30 oraz DAX. Kapitał zasobowy w polskich spółkach, w przeciwieństwie do spółek niemieckich, miał mniejszy udział w kapitale własnym, zaś większy w majątku całkowitym. Przeprowadzona analiza korelacji nie potwierdziła jednak w pełni słuszności stawianych hipotez badawczych. Badane zależności między poziomem kapitału zasobowego a rentownością polskich i niemieckich spółek giełdowych okazały się w wielu przypadkach negatywne, jednak rzadko były istotne statystycznie. Obliczone współczynniki korelacji rang Spearmana między udziałem kapitału zasobowego w kapitale własnym i kapitale całkowitym a rentownością analizowanych spółek, wyrażoną w postaci współczynników ROE i ROTA, świadczyły także o zróżnicowanej sile i charakterze zależności. Jednakże przy braku istotności statystycznej współczynników korelacji nie można wysnuć generalnych wniosków. Godnym podkreślenia jest natomiast fakt, iż istotne statystycznie zależności potwierdziły pozytywny wpływ udziału kapitału zasobowego w kapitale własnym i kapitale całkowitym na rentowność badanych jednostek.

Dokonana ocena zmian zachodzących w strukturze kapitału własnego, w szczególności w strukturze kapitału zasobowego, potwierdza ważną rolę kształtowania własnych źródeł finansowania działalności gospodarczej dla poprawy rentowności przedsiębiorstw, a przez to możliwości ich rozwoju oraz wzrostu wartości rynkowej. Elastyczne zarządzanie wielkością i strukturą kapitału daje bowiem 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. Tym samym problematyka podjęta w opracowaniu winna być punktem zainteresowania nie tylko kadry menedżerskiej, ale przede wszystkim akcjonariuszy oczekujących satysfakcjonującej stopy zwrotu z zaangażowanego kapitału.

Przedstawione rezultaty badań nie są jednak pozbawione ograniczeń. Badanie przeprowadzone na 30 spółkach z jednego indeksu giełdowego nie jest reprezentatywne, nadto możliwe różnice sektorowe nie pozwalają w pełni na generalizację wniosków. Dokonana na wybranych przykładach spółek giełdowych analiza procesu gospodarowania kapitałem własnym w podziale na kapitał zakładowy i kapitał zasobowy, stanowi przyczynek dalszych badań naukowych wokół optymalnej struktury kapitału, zorientowanej nie tylko na utrzymanie i poprawę efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw, lecz także wzrost wartości rynkowej. Badania te są kontynuowane i rozwijane z nadzieją na pełniejsze poznanie i ocenę stosowanych instrumentów zarządzania przedsiębiorstwem.

BIBLIOGRAFIA

- Aktiengesetz*, ustawa z dnia 6 września 1965 r., Federalny Dziennik Ustaw, część I, s. 1089, z późn. zm.
- Brealey R.A., Myers S.C., Marcus A.J. (1995), *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York.
- Buk H. (2003), *Poziom i struktura kapitałów własnych według regulacji rachunkowości*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Absolwent, Łódź.
- Dębski W. (2013), *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Wyd. Nauk. PWN, Warszawa.
- Duliniec A. (2001), *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wyd. Nauk. PWN, Warszawa.
- Duliniec A. (2011), *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Duraj J. (2000), *Podstawy ekonomiki przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Duraj A.N. (2001), *Teoria i praktyka polityki wypłaty dywidendy w publicznych spółkach akcyjnych*, „Ekonomia”, nr 4.
- Gabrusewicz W. (2005), *Podstawy analizy finansowej*, PWE, Warszawa.
- Gmytrasiewicz M., Karmańska A., Olchowicz I. (1996), *Rachunkowość finansowa*, Difin, Warszawa.
- Goławska-Witkowska G., Rzczycka A., Zalewski H. (2006), *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz.

- Janasz W. (2007), *Kapitał w strategicznym zarządzaniu przedsiębiorstwem*, [w:] E. Urbańczyk (red.), *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Jerzemska M. (2006), *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa.
- Jog V., Suszyński C. (2000), *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Centrum Informacji Menedżera, Warszawa.
- Karmańska A., Walińska E. (2003), *Środki trwale w prawie bilansowym i podatkowym*, Wydawnictwo AD Mrągowski, Warszawa.
- Kidyba A. (2010), *Kodeks spółek handlowych: objaśnienia*, Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa.
- Kodeks spółek handlowych*, ustawa z dnia 15 września 2000 r., Dz.U. 2000, nr 94, poz. 1037, z późn. zm.
- Marcinkowska M. (2007), *Ocena działalności instytucji finansowych*, Difin, Warszawa.
- Modigliani F., Miller M.H. (1958), *The Cost of Capital. Corporation Finance and the Theory of Investment*, „American Economic Review”, nr 48.
- Ostaszewski J. (2000), *Źródła pozyskiwania kapitału przez spółkę akcyjną*, Difin, Warszawa.
- Ostaszewski J., Cicirko T. (2005), *Finanse spółki akcyjnej*, Difin, Warszawa.
- Otola I., Grabowska M. (2009), *Initial Capital Function and Possibilities of Protecting them by Resources Capital. Evidence of Polish Joint-Stock Companies*, „International Research Journal of Finance and Economics”, nr 30.
- Ross S.A., Westerfield R.W., Jaffe J. (1996), *Corporate Finance*, Irwin, Chicago.
- Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 25 czerwca 1924 r. o bilansowaniu w złotych oraz określeniu w złotych kapitałów własnych przedsiębiorstw, obowiązanych do prowadzenia ksiąg handlowych*, Dz.U. 1924, nr 55, poz. 542.
- Sierpińska M., Jachna T. (2005), *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wyd. Nauk. PWN, Warszawa.
- Skoczylas W. (2007), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa.
- Steffens F. (2004), *Finanzierungsmöglichkeiten für mittelständische Unternehmen am Beispiel der Darlehen der Deutschen Ausgleichsbank*, Grin Verlag, Bremen.
- Strack R., Villis U. (2001), *RAVE™, Die nächste Generation im Shareholder Value Management*, „Zeitschrift für Betriebswirtschaft”, nr 71(1).
- Stradomski M. (2004), *Zarządzanie strukturą zadłużenia przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Szajkowski A., Tarska M. (2005), *Prawo spółek handlowych*, C.H. Beck, Warszawa.
- Szczepański J., Szyszko L. (2007), *Finanse przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Wöhe G., Bilstein J., Ernst D., Häcker J. (2011), *Grundzüge der Unternehmensfinanzierung*, Vahlen Verlag, München.
- Zalewski H. (2000), *Finanse firmy w spółkach i innych podmiotach gospodarczych*, Wydawnictwo Ośrodka Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk.

Artur Sajmóg

MANAGEMENT OF EQUITY AND PROFITABILITY OF THE JOINT-STOCK COMPANIES LISTED ON THE FRANKFURT STOCK EXCHANGE AND WARSAW STOCK EXCHANGE

Abstract. The main subject of theoretical-empirical study presented in this paper is the estimate of the relationship between changes in the value and structure of equity and profitability of the enterprises listed on the Polish and German capital market. For the purposes of achieving the work formulates the main research hypothesis, stating that to increase the profitability of public companies is associated with significant changes in the value and structure of the equity. The discussed research problem was investigated in the form of a comparative analysis and realized

in two parts. The discussion presented in the first part depicts mainly theoretical deliberations upon the role and meaning of the structures of equity in the joint-stock companies. The second part presents the results of comparative empirical research on profitability of the companies listed on the Warsaw Stock Exchange and included in the WIG30 index as well as the companies listed on the Frankfurt Stock Exchange, which belong to the DAX index. The research period comprises years between 2005–2014. Based on the analysis of the joint-stock companies included in both indices it should be concluded that the main strategy of forming of equity is funds accumulating in the resource capital area. Moreover, the most significant and statistically significant dependence in the analysed companies was observed between the profitability and the share of resource capital in equity and total capital. The identification and assessment of the size and structure of the equity enables fuller identification and using of capacities growth of efficiency of the company thereby increasing its market value.

Keywords: profitability, equity, structure of equity, resource capital, WIG30, DAX.