

*Artur Sajnóg**

KAPITALIZACJA REZERW A KREOWANIE WARTOŚCI RYNKOWEJ GIEŁDOWYCH SPÓŁEK AKCYJNYCH

1. WPROWADZENIE

Rozważając problem kreowania efektywności przedsiębiorstw przez pryzmat oczekiwań ich właścicieli, należy mieć na uwadze podstawowe kryterium oceny tej efektywności, którym jest wartość rynkowa spółki. Wartość rynkowa przedsiębiorstwa jest złożoną kategorią ekonomiczną, prawną i społeczną, która uwzględnia efekt oddziaływania wielu zmiennych, w tym kształtowanie poziomu i struktury kapitału własnego. Jedną ze zmiennych kształtujących strukturę kapitału własnego przedsiębiorstwa jest podwyższanie wartości kapitału zakładowego ze środków własnych spółki w formie tzw. kapitalizacji rezerw.

Głównym celem opracowania jest zbadanie zależności między kapitalizacją rezerw a zmianami wartości rynkowej giełdowych spółek akcyjnych. Wiodącym nurtem badań o charakterze teoretyczno-empirycznym jest próba weryfikacji hipotezy, stanowiącej, iż podwyższanie kapitału zakładowego ze środków pochodzących z kapitału zapasowego lub rezerwowego spółek, tworzy nie tylko potencjał wzrostu wartości rynkowej, ale przyczynia się przede wszystkim do korzystnych zmian owej wartości w szczególności w długim okresie.

Postawiona hipoteza badawcza została zweryfikowana na podstawie analizy efektów przeprowadzenia podwyższenia kapitału zakładowego z własnych środków przez spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1997–2012.

Przesłanką wiązania długookresowej wartości rynkowej z procesem kapitalizacji rezerw jest istniejący w polskiej literaturze przedmiotu deficyt badań teoretycznych i analiz empirycznych nie tylko nad kapitalizacją rezerw, ale także nad zależnościami pomiędzy podwyższaniem kapitału zakładowego a wzrostem efektywności i wartości przedsiębiorstw.

* Dr, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Instytut Ekonomik Stosowanych i Informatyki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki.

Proces podwyższania kapitału zakładowego ze środków własnych spółki w krótkim okresie może być wyrazem wzmocnienia zachowawczej polityki finansowej przedsiębiorstwa, które nie widzi możliwości zainwestowania nadwyżek finansowych, a jednocześnie przyczyniać się do niekorzystnych zmian rynkowych cen akcji. Przyjmując jednak, że głównym celem kapitalizacji rezerw w ujęciu długoterminowym staje się wzmocnienie wiarygodności spółki przez osiągnięcie większych gwarancji majątkowych, można przyjąć, że istnieje pozytywny wpływ kapitalizacji rezerw na wzrost wartości rynkowej spółek giełdowych.

Badania empiryczne przeprowadzone na niemieckim rynku wydają się potwierdzać hipotezę o pozytywnej reakcji rynku na podwyższenie kapitału zakładowego ze środków własnych spółki, jednakże obserwuje się spadek długoterminowej rentowności po takiej zmianie [Wöhe i in. 2011: 316]. Powstaje zatem pytanie: jak kształtuje się wartość rynkowa spółek w ujęciu krótko- i długoterminowym po przeprowadzeniu kapitalizacji rezerw na polskim rynku kapitałowym?

2. EKONOMICZNE EFEKTY KAPITALIZACJI REZERW W SPÓLKACH AKCYJNYCH

Spółki akcyjne mogą kształtować poziom i strukturę kapitału własnego wykorzystując zarówno wewnętrzne, jak i zewnętrzne źródła jego tworzenia. Można również mówić o efektywnym podwyższaniu kapitału zakładowego (związanym z wprowadzeniem nowych środków do spółki) oraz podwyższeniu nominalnym (związanym z wykorzystaniem środków własnych) [Wöhe i in. 2011: 82].

Zgodnie z Kodeksem spółek handlowych [K.s.h.], spółki akcyjne mają do dyspozycji cztery metody podwyższania kapitału zakładowego, wśród których wymienić należy [Ustawa z dnia 15 września 2000 r., art. 430–454]:

- a) zwykłe podwyższenie kapitału zakładowego,
- b) warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego,
- c) podwyższenie w oparciu o kapitał docelowy (tzw. autoryzowany) oraz
- d) podwyższenie ze środków spółki, czyli w formie tzw. kapitalizacji rezerw.

Kapitalizacja rezerw polega na podwyższeniu kapitału zakładowego na skutek przesunięcia do tego kapitału środków ewidencjonowanych w kapitałach rezerwowych spółki utworzonych z zysku, w tym także kapitału rezerwowego powstałego wskutek obniżenia wartości kapitału zakładowego, kapitałów rezerwowych utworzonych z zysku, które zgodnie ze statutem mogą być przeznaczone do podziału między akcjonariuszy oraz z kapitału zapasowego [Szajkowski i Tarska 2005: 565].

Podwyższenie wartości kapitału zakładowego ze środków własnych spółki akcyjnej może być przeprowadzone przez zwiększenie liczby akcji lub zwiększenie wartości nominalnej akcji będących w obrocie (tzw. renomacja) [Czechowska 2000: 59], albo przez jednoczesne zwiększenie liczby akcji i zwiększenie wartości nominalnej akcji.

Akcje przydzielane w trybie kapitalizacji rezerw przysługują akcjonariuszom proporcjonalnie do ich dotychczasowych udziałów w kapitale zakładowym. Jednakże na mocy uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy nie wymagają one objęcia. Akcjonariusze otrzymują bowiem tzw. „akcje gratisowe”¹, nazywane także „podwyżką gratisową” [Kidyba 2010: 784–789], na które nie dokonują żadnych wpłat na rzecz spółki.

Kapitalizacja rezerw ma charakter wyłącznie „papierowy” (księgowy), gdyż polega na przeksięgowaniu środków wykazanych w bilansie na pozycję „kapitał zakładowy”. Owa kapitalizacja określana jest również mianem kapitalizacji wewnętrznej [Kidyba 2010: 784–786] bądź emisji kapitalizacyjnej². Przy podwyższeniu wartości kapitału zakładowego w tym trybie nie następuje wzrost wartości majątku spółki, a jego skutkiem jest wyłącznie zmiana po stronie struktury kapitału własnego [Sajnog 2012: 483].

Kształtowanie poziomu i struktury kapitału własnego stanowi ważny problem efektywności działania przedsiębiorstwa i pomnażania jego wartości. Niedobór kapitału własnego oraz niewłaściwa jego struktura stanowią nie tylko barierę rozwoju przedsiębiorstwa na rynku, ale przede wszystkim ograniczać zainteresowanie inwestorów lokowaniem kapitału [Sajnog 2012: 477–478]. Problem ten postrzegać należy jako realizację określonej strategii przedsiębiorstwa, związanej w głównej mierze z minimalizacją średnioważonego kosztu kapitału, a tym samym ze wzrostem wartości rynkowej. Realizacja owej strategii przejawia się także w kształtowaniu struktury kapitału własnego i w różnym stopniu rozkłada zainteresowanie menedżerów kwestiami podwyższania kapitału zakładowego ze środków pochodzących z kapitału zapasowego lub rezerwowego utworzonego z zysku spółki. Podstawowym więc dylematem „papierowego” podwyższania kapitału zakładowego wydaje się być siła i charakter reakcji inwestorów na tego rodzaju decyzje w przedsiębiorstwie.

Kapitalizację rezerw, podobnie jak inne metody podwyższania wartości kapitału zakładowego, wiązać należy z wieloma funkcjami kapitału własnego. Mają one wymiar zarówno ekonomiczny, jak i prawny oraz społeczny. Jedną z funkcji kapitału własnego i tym samym kapitału zakładowego jest kształtowanie wiarygodności spółki³.

¹ Termin „akcje gratisowe” jest nieco mylący, gdyż źródłem tworzenia rezerw był wygosparowany w spółce zysk w postaci kapitału zapasowego lub rezerwowego, więc akcjonariusze w pewnym sensie opłacili te akcje.

² Emisja kapitalizacyjna – oznacza inaczej emisję akcji gratisowych (ang. *bonus issue*) – por. Davies [1993: 123–129].

³ Szerzej o funkcjach i celach podwyższonego kapitału zakładowego – Sajnog [2013: 55–57].

Akcjonariusze, którzy rezygnują z otrzymywania bieżącego dochodu w postaci dywidendy i decydują się na zatrzymywanie części lub nawet całości wypracowanego zysku w przedsiębiorstwie w postaci kapitału zapasowego i rezerwowego mogą oczekiwać, iż takie działanie zwiększy standing finansowy spółki, wzmocni jej pozycję konkurencyjną na rynku oraz przyczyni się do wzrostu wartości rynkowej. Z drugiej jednak strony, proces kapitalizacji rezerw może być odebrany przez akcjonariuszy jako przejaw konserwatywnej polityki finansowej spółki, która zamraza środki finansowe nie dokonując inwestycji. Przyjmuje się bowiem, iż kapitał zakładowy, w przeciwieństwie do kapitału zapasowego i rezerwowego, w zasadzie jest nienaruszalny. Z drugiej jednak strony, wykorzystując inne źródła kapitału, przedsiębiorstwa mogą dokonywać korzystnych inwestycji oraz osiągać ponadprzeciętną efektywność ekonomiczną.

Kapitalizacja wewnętrzna zwiększa dyscyplinę finansową przedsiębiorstwa, jednakże może być kojarzona z brakiem chęci lub możliwości wykorzystania wypracowanych zysków zatrzymanych. Można zatem sądzić, że sytuacja ta wiązać się będzie z degradacją wartości rynkowej spółki na skutek spadku cen jej akcji. Brak efektywnego wykorzystania środków zatrzymanych w kapitale zapasowym lub rezerwowym nie oznacza jednak, iż spółka ich nie tworzy bądź nie pomnaża, gdyż zgodnie z K.s.h. na pokrycie straty obligatoryjnie należy tworzyć kapitał zapasowy, do którego przelewa się co najmniej 8% zysku za dany rok obrotowy, dopóki kapitał ten nie osiągnie co najmniej jednej trzeciej kapitału zakładowego [*Ustawa z dnia 15 września 2000 r.*, art. 396, par. 1].

W przypadku kapitalizacji wewnętrznej dużą rolę odgrywa także motyw zwiększenia wiarygodności spółki w oczach wierzycieli (niejednokrotnie będących również akcjonariuszami), gdyż podwyższanie kapitału zakładowego wzmacnia jego funkcję gwarancyjną. Kapitał zakładowy zabezpiecza zobowiązania spółki wobec wierzycieli, a tym samym zwiększa jej wiarygodność finansową, która tworzy warunki do pozyskania obcych środków w wyższej kwocie i na dłuższy okres. Owe zaufanie do „wiarygodnej” struktury kapitału własnego może znaleźć wyraz w zwiększonej wartości rynkowej spółek.

Można przyjąć, iż inwestorzy w krótkim czasie z racji ograniczonej możliwości oceny przekazywanych informacji, mogą różnie reagować na decyzje dotyczące kapitalizacji rezerw. W długim okresie mają jednak sposobność pełniejszej weryfikacji swoich oczekiwań co do korzyści kapitałowych i dywidendowych. Istniejące dotychczas wyniki badań teoretycznych i empirycznych świadczą o tym, iż reakcje rynku kapitałowego nie są jednoznaczne.

Biorąc pod uwagę zwykłe podwyższenie kapitału zakładowego spółki, analiza dotychczasowych badań w różnych krajach nad kształtowaniem się rynkowych kursów akcji spółek przeprowadzających dla przykładu oferty publiczne wskazuje, iż stopy zwrotu z akcji danej spółki po przeprowadzeniu podwyższenia kapitału zakładowego są ponadprzeciętnie wysokie w krótkim terminie, natomiast w długim okresie są niższe od przeciętnych [Alavi i in. 2008: 2361

–2375; Billett i in. 2011: 349–364; Brav i in. 2000: 209–249; Brennan i Franks 1997: 391–413; McNally i Smith 2007: 703–717]. Na polskim rynku kapitałowym reakcje rynku kapitałowego na podwyższanie kapitału zakładowego nie zostały w wystarczającym stopniu rozpoznane [Sukacz 2005]. Przyjąć można, iż tego rodzaju zachowania inwestorów mogą mieć także charakter pewnego trendu, który wynika z charakteru inwestycji i okresu jej finansowania.

W obcojęzycznej literaturze przedmiotu można odnaleźć dowody występowania zróżnicowanego wpływu kapitalizacji rezerw na giełdowy kurs akcji spółek. Wymienić można kilka hipotez dotyczących zarówno pozytywnej, jak i negatywnej reakcji cen akcji na podwyższenie kapitału zakładowego ze środków własnych, które należy uznać za nieco dyskusyjne. B. Rudolph wskazuje na następujące twierdzenia i tworzy pewne przesłanki dalszych refleksji i analiz ekonomicznych [Rudolph 2006: 316]:

1) podwyższenie kapitału zakładowego ze środków spółki z jednoczesnym wydaniem akcji gratisowych umożliwia, zwłaszcza drobnym akcjonariuszom, tworzenie portfela inwestycyjnego mogącego powiększyć wartość rynkową akcji (hipoteza ta sugerować może pozytywną reakcję cen akcji na kapitalizację rezerw),

2) przeniesienie „wolnych” kapitałów na kapitał zakładowy, zgodnie z niemiecką ustawą o spółkach akcyjnych, może zwiększać zakres samofinansowania przedsiębiorstwa określanego przez jego zarząd⁴ (pogląd ten byłby faworyzacją negatywnej reakcji cen na kapitalizację rezerw),

3) przekształcenie zysków zatrzymanych w kapitał zakładowy prowadzi do trwałego ograniczenia wartości wypłacanych dywidend (nawet w obliczu zwiększenia wiarygodności spółki hipoteza ta powinna być bardziej związana z negatywną reakcją cen na kapitalizację rezerw),

4) podwyższenie kapitału zakładowego z własnych środków może być traktowane jako sygnał do zwiększania oczekiwań co do wyższych zysków bądź dywidend w przyszłości, w szczególności gdy spółka prowadzi stale wiarygodną politykę wypłat dywidendy (hipoteza ta stanowi sygnał do wzrostu cen akcji),

5) kapitalizacja rezerw może prowadzić do ponownego oszacowania przez analityków przyszłych zysków oraz przepływów pieniężnych (hipoteza ta może być związana ze wzrostem bądź spadkiem cen akcji).

Abstrahując od dyskusyjności powyższych hipotez badawczych, stwierdzić należy, iż stanowić mogą one swego rodzaju przyczynek naukowy do podjęcia dalszych badań nad wpływem nominalnego podwyższenia kapitału zakładowego na zachowania inwestorów na rynku. Problem ten nabiera szczególnego znacze-

⁴ Zgodnie z par. 58 punkt 2 AktG, zarząd spółki akcyjnej, przy ustalaniu rocznego sprawozdania finansowego, może podjąć decyzję o zatrzymaniu nawet połowy wypracowanej nadwyżki finansowej w pozostałych kapitałach rezerwowych. Ponadto statut w ramach odrębnej uchwały może upoważnić zarząd do jeszcze większej skali zamrożenia zysków. Jedynym ograniczeniem jest fakt, iż nie można zatrzymywać wyższych kwot w momencie, gdyż przekraczają one połowę kapitału zakładowego – por. *Ustawa o spółkach akcyjnych...*: 1089.

nia, gdy oceniają oni ryzyko swoich inwestycji na podstawie decyzji podjętych przez zarząd spółki bądź uchwał walnego zgromadzenia akcjonariuszy w zakresie kształtowania struktury kapitału, mających niekiedy niewiele wspólnego z rzeczywistą efektywnością ekonomiczną spółek giełdowych.

3. MIERNIKI KAPITALIZACJI REZERW I WARTOŚCI RYNKOWEJ SPÓŁEK AKCYJNYCH

Główną grupą interesariuszy zainteresowaną procesem kapitalizacji rezerw wydają się być akcjonariusze, którzy w efekcie tego rodzaju podwyższania kapitału zakładowego otrzymują dodatkowe akcje gratisowe (dodatkowe prawa majątkowe i korporacyjne) przy takiej samej wartości majątku. Z drugiej jednak strony, akcjonariusze mogą nie być zainteresowani kapitalizacją rezerw w formie podwyżki gratisowej z obawy na zwiększenie liczby akcji, przy jednoczesnym braku proporcjonalnego wzrostu zysków wypracowanych przez spółkę.

Udział akcjonariusza w majątku spółki po przeprowadzeniu kapitalizacji wewnętrznej odzwierciedla odpowiednio większa liczba akcji. Sytuacja ta prowadzi do obniżenia wartości wskaźnika kursu bilansowego [Ostaszewski i Cicerko 2005: 104], który przedstawić można w dwóch następujących formułach:

a) w postaci wskaźnika kursu bilansowego:

$$w_b = \frac{K_b}{K_z} \times 100 \quad \text{oraz}$$

b) skorygowanego wskaźnika kursu bilansowego:

$$w_b = \frac{K_b}{K_z} = \frac{K_z + K_{zap} + K_{rez} + K_{akt} + K_{sam}}{K_z} = 1 + \frac{K_{zap} + K_{rez} + K_{akt} + K_{sam}}{K_z}$$

gdzie:

- w_b – wskaźnik kursu bilansowego,
- K_b – wartość księgową kapitału własnego (kapitał bilansowy),
- K_z – wartość kapitału zakładowego,
- K_{zap} – wartość kapitału zapasowego,
- K_{rez} – wartość kapitału rezerwowego,
- K_{akt} – wartość kapitału z aktualizacji wyceny,
- K_{sam} – wartość kapitału samofinansowania (suma wyniku finansowego z lat ubiegłych oraz wyniku finansowego z bieżącego roku obrachunkowego).

Wskaźnik kursu bilansowego odzwierciedla relację wartości kapitału własnego (bilansowego) do wartości kapitału zakładowego i z reguły przyjmuje wartość mniejszą od skorygowanego wskaźnika kursu bilansowego, który w liczniku tego wskaźnika zawiera wartość bilansową kapitału własnego powiększoną o tzw. ciche rezerwy⁵.

W powyższym równaniu mieści się między innymi wskaźnik przekształcenia kapitału zapasowego i rezerwowego w kapitał zakładowy, który można określić jako wskaźnik kapitalizacji rezerw i wyrazić za pomocą następującego wzoru:

$$w_{kap} = \frac{K_{zap_1} + K_{rez_1}}{K_z}$$

gdzie:

w_{kap} – wskaźnik kapitalizacji rezerw,

K_{zap_1} – wartość kapitału zapasowego przeniesiona na kapitał zakładowy,

K_{rez_1} – wartość kapitału rezerwowego przeniesiona na kapitał zakładowy, pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Z kolei relację wartości kapitału zapasowego i rezerwowego w danym roku obrotowym do wartości kapitału zakładowego można określić jako wskaźnik potencjału kapitalizacji rezerw i zapisać w sposób następujący:

$$w_{pkap} = \frac{K_{zap} + K_{rez}}{K_z}$$

gdzie:

w_{pkap} – wskaźnik potencjału kapitalizacji rezerw,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Wskaźnik potencjału kapitalizacji rezerw wskazuje na możliwy stopień wzrostu wartości kapitału zakładowego przedsiębiorstwa wywołanego przeksięgowaniem kapitału zapasowego i/lub rezerwowego na kapitał zakładowy. Wzrostowi temu towarzyszyć może aprecjacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Możliwość ta nabierze większego prawdopodobieństwa w wyniku m. in. wzrostu zdolności przedsiębiorstwa do trwalszego pokrycia kapitałem zakładowym zobowiązań długookresowych, skorygowania kosztu kapitału własnego i tym

⁵ Ciche rezerwy wynikają z tych składników bilansowych spółek, które mogą być tworzone poprzez zaniżenie wartości aktywów oraz zawyżenie wartości zobowiązań. Powstają one dzięki instrumentom, których zastosowanie przewiduje prawo bilansowe – por. Wöhe i in. [2011: 69].

samym średnio ważonego kosztu kapitału oraz zmiany stopnia sfinansowania aktywów całkowitych wywołanej przyrostem wartości kapitału zakładowego. W tym ostatnim przypadku można mówić o zasadności zwrócenia uwagi na ocenę efektywności gospodarowania majątkiem całkowitym przedsiębiorstwa, uzyskiwanej na skutek podwyższania kapitału zakładowego ze środków własnych spółki.

Jest to problem złożony w swej naturze i logice badawczej. Można go sprowadzić do badania wpływu możliwych zmian sfinansowania majątku całkowitego przedsiębiorstwa przyrostem kapitału zakładowego wywołanym przeksięgowaniem kapitału zapasowego i kapitału rezerwowego. Syntetyczną miarą zmiennej objaśniającej może być w tym przypadku wskaźnik potencjału sfinansowania majątku całkowitego przedsiębiorstwa przyrostem kapitału zakładowego, wywołanym przeksięgowaniem kapitału zapasowego i kapitału rezerwowego. Wskaźnik ten przybrać może następującą postać:

$$w_{pkap(A)} = \frac{K_{zap} + K_{rez}}{TA}$$

gdzie:

$w_{pkap(A)}$ – wskaźnik potencjału sfinansowania majątku całkowitego kapitałem zakładowym,

TA – wartość aktywów całkowitych,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Zawarta w mianowniku powyższej formuły wartość aktywów całkowitych wydaje się uzasadnioną podstawą badań empirycznych nad kształtowaniem wartości przedsiębiorstwa. Wiarygodność finansowa spółki w oczach inwestorów wiązana jest głównie z wyceną całego majątku przedsiębiorstwa i nie wiąże się tylko z wartością kapitału zakładowego. Wartość majątku spółki różni się od wartości kapitału zakładowego, uwidocznionej w Krajowym Rejestrze Sądowym. Nadto spółki o dużym kapitale zakładowym mogą być oceniane przed inwestorów jako niewiarygodne, z kolei spółki o minimalnym kapitale mogą mieć znaczący i płynny majątek, świadczący nie tylko o ich zdolności płatniczej, ale także o możliwości kreowania dodatnich przepływów pieniężnych, będących nośnikiem wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Argumentem przemawiającym za zastosowaniem także tego szerszego ujęcia w badaniach nad czynnikami kształtującymi wartość rynkową przedsiębiorstwa, jest wpływ, jak podaje K. Skawiańczyk, kapitalizacji rezerw na wyrównanie proporcji między wartością nominalną a rzeczywistym majątkiem spółki [Skawiańczyk 1999: 16]. Preto wydaje się, iż wartości kapitału zapasowego i rezerwowego, z możliwym

przeznaczeniem na kapitał zakładowy, nabierają większego znaczenia dopiero po skonfrontowaniu ich z wartością majątku spółki.

Ważnym nurtem rozważań w tym aspekcie staje się także traktowanie wzrostu wartości kapitału zakładowego jako instrumentu finansującego, a ściślej zabezpieczającego część majątku przedsiębiorstwa. Relatywnie większa wartość kapitału zakładowego spółki akcyjnej może wzmacniać nie tylko jej dyscyplinę finansową ale także bezpieczeństwo majątkowe akcjonariuszy. Efektem tego może być pozytywna ich reakcja na podwyższenie kapitału zakładowego w trybie kapitalizacji rezerw.

Mając na uwadze powyższe refleksje naukowe, przyjęto nieco zmodyfikowaną metodologię szacowania wartości rynkowej spółek, bazującą na średniej arytmetycznej ich wartości obliczonych wedle dwóch podejść, tj.: metody rynkowej wyceny aktywów netto (WR_{AN}) oraz metody mnożnikowej (WR_M), co można zapisać za pomocą następującego równania:

$$WR = 0,5 \times WR_{AN} + 0,5 \times WR_M$$

Wycena rynkowa aktywów netto sprowadza się do oszacowania wartości rynkowej kapitału własnego. Ponieważ w spółkach akcyjnych rynkowa wartość kapitału własnego równa jest iloczynowi ceny rynkowej jednej akcji i liczby wyemitowanych akcji [Rutkowski 2008: 72], przeto wartość rynkową aktywów netto można wyrazić za pomocą następującego wzoru:

$$WR_{AN} = L \times C$$

gdzie:

- L – liczba akcji,
- C – cena rynkowa akcji.

W podejściu mnożnikowym wykorzystuje się wartość mnożnika cenowego wyznaczonego jako iloraz kapitalizacji rynkowej danej spółki (suma wartości rynkowej wszystkich istniejących akcji) przez daną wielkość ekonomiczną z rachunku zysku i strat lub bilansu [Szablewski i Tuzimek 2004: 147–150]. W niniejszym opracowaniu wykorzystano miernik C/Z (czyli relację ceny rynkowej akcji do zysku na jedną akcję). Nadto, w literaturze przedmiotu nie odnajduje się jednoznacznej teorii, która pomogłaby wyjaśnić, jaką miarę odniesienia przyjąć do skalowania wskaźników rynkowych: zysk netto, zysk przed spłatą odsetek i opodatkowaniem, sprzedaż, wartość księgową czy też inną miarę [Kąkol 2004: 320]. W tym artykule za bazę porównawczą przyjęto wartość wyniku finansowego netto (zysku netto) i stąd wartość rynkową można wyrazić w następujący sposób:

$$WR_M = C / Z \times ZN$$

gdzie:

C/Z – wskaźnik ceny rynkowej akcji do zysku na jedną akcję,

ZN – wartość zysku netto.

Największą zaletą metod rynkowych jest ich prostota, szybkość zastosowania oraz relatywnie niewielka liczba potrzebnych danych. Ewidentną wadą jest z kolei możliwość dokonania znacznych niedoszacowań lub przeszacowań wynikających z oparcia wyceny na wskaźnikach giełdowych, które podlegają znacznym fluktuacjom, rzadko mającym związek z rzeczywistą sytuacją ekonomiczną notowanych przedsiębiorstw, ale na przykład z koniunkturą giełdową lub też okresową „modą” na niektóre branże.

4. WYNIKI BADAŃ EMPIRYCZNYCH NAD ZALEŻNOŚCIAMI MIĘDZY KAPITALIZACJĄ REZERW A WARTOŚCIĄ RYNKOWĄ SPÓŁEK AKCYJNYCH NOTOWANYCH NA GPW W WARSZAWIE

Biorąc pod uwagę potrzebę zdiagnozowania na polskim rynku kapitałowym zależności między kapitalizacją rezerw a kształtowaniem się wartości rynkowej przedsiębiorstwa, pierwotnymi badaniami empirycznymi objęto skalę wykorzystania tej metody podwyższania kapitału zakładowego w spółkach notowanych na GPW w Warszawie⁶. Następnie oceniono zmiany wskaźników potencjału kapitalizacji rezerw oraz wskaźników potencjału sfinansowania majątku całkowitego kapitałem zakładowym. W dalszym toku postępowania, mając na uwadze powiązanie kapitalizacji rezerw z kształtowaniem się wartości rynkowej spółek, poddano szczegółowym badaniom wyłącznie te jednostki, które po przeprowadzeniu „papierowego” podwyższenia kapitału zakładowego w danym roku, były wówczas notowane na warszawskim parkiecie.

Dla realizacji postawionych celów opracowania, skupiających się w głównej mierze na długookresowych badaniach zależności między zmiennymi, wybrano szesnastoletni okres badawczy, tj. lata 1997–2012. Analiza procesu kapitalizacji wewnętrznej została przeprowadzona przy wykorzystaniu danych prezentowanych przez *Notoria Serwis SA* zarówno w sprawozdaniach finansowych, jak również informacjach dotyczących emisji i operacji korporacyjnych. Natomiast oceny kształtowania się wartości rynkowej dokonano w oparciu o dane zawarte w kwartalnych oraz rocznych biuletynach GPW, zamieszczonych na giełdowych stronach internetowych [<http://www.gpw.pl>; <http://www.gpwinfostrefa.pl>].

⁶ Wstępne badania objęły 446 spółek akcyjnych.

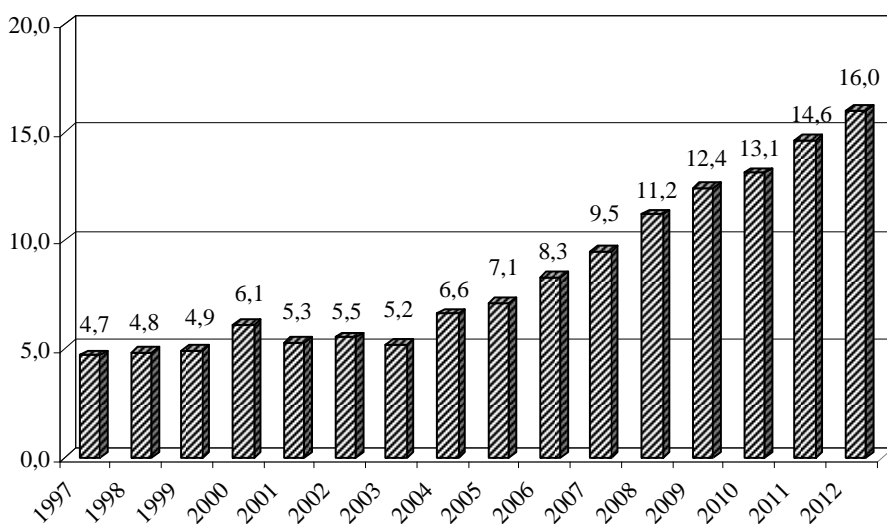
4.1. Ocena potencjału kapitalizacji rezerw badanych spółek akcyjnych

Przeprowadzona ocena roli i znaczenia kapitalizacji rezerw na polskim rynku kapitałowym wskazuje, iż spółki akcyjne rozważając decyzje o podwyższeniu kapitału zakładowego rzadko podejmują się wykorzystania w tym celu środków zgromadzonych w kapitale zapasowym i/lub rezerwowym.

Analiza danych dotyczących emisji i operacji korporacyjnych dowiodła, iż w badanym okresie z „księgowego” podwyższenia kapitału zakładowego w latach 1997–2012 skorzystało tylko 29 spółek (zob. tab. 1).

Podkreślić należy, iż w głównej mierze uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy dotyczące kapitalizacji rezerw podejmowane były w latach 1997–1998. Warto ponadto zauważyć, iż tylko 10 spółek było notowanych na GPW w Warszawie w roku, w którym przeksięgowano kapitał zapasowy oraz pozostałe kapitały rezerwowe na kapitał zakładowy. Jednostki te stały się przedmiotem dalszych szczegółowych badań.

Na podstawie oceny wskaźników potencjału kapitalizacji rezerw można wskazać, iż najwyższe zdolności zwiększania wartości kapitału zakładowego ze środków własnych spółki występowały w latach 2004–2012. Świadczą o tym obliczone średnie wartości wskaźników potencjału kapitalizacji rezerw, które od 2004 r. wskazywały na znaczące i rosnące możliwości wykorzystania własnych środków do podwyższenia kapitału zakładowego (zob. rys. 1).



Rys. 1. Średnie wartości wskaźników potencjału kapitalizacji rezerw w badanych spółkach w latach 1997–2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Notoria Serwis SA*.

Tabela 1

Kapitalizacje rezerw oraz debiuty giełdowe badanych spółek akcyjnych w latach 1997–2012

Spółki	Skrót nazwy na GPW	Data kapitalizacji rezerw	Data debiutu na GPW
<i>ALCHEMIA SA</i>	<i>ALC</i>	1997–10–29	1998–05–19
<i>APATOR SA</i>	<i>APT</i>	2002–11–25	1997–04–24
<i>ATM SA</i>	<i>ATM</i>	1998–03–04 1998–11–16	2004–09–28
<i>COMARCH SA</i>	<i>CMR</i>	1998–03–19 1999–06–28 1999–10–15	1999–05–05
<i>ENERGOAPARATURA SA</i>	<i>ENP</i>	1998–06–29	1997–08–20
<i>PFLEIDERER GRAJEWO SA</i>	<i>GRJ</i>	1997–05–16	1997–05–06
<i>HYDROTOR SA</i>	<i>HDR</i>	1997–06–16	1998–03–17
<i>INSTAL KRAKÓW SA</i>	<i>INK</i>	1998–09–19	1999–04–28
<i>KCI SA</i>	<i>KCI</i>	1997–05–27	1998–01–19
<i>KGHM POLSKA MIEDŹ SA</i>	<i>KGH</i>	1997–04–30	1997–07–10
<i>LIBET SA</i>	<i>LBT</i>	1998–08–26	2011–04–28
<i>PROTEKTOR SA</i>	<i>PRT</i>	1997–10–16	1998–07–14
<i>MOSTOSTAL PŁOCK SA</i>	<i>MSP</i>	1998–03–14	1998–09–15
<i>MUZA SA</i>	<i>MZA</i>	1997–04–07 2000–06–23	1998–04–08
<i>PBS FINANSE SA</i>	<i>PBF</i>	1998–02–21	2000–03–09
<i>POLLENA-EWA SA</i>	<i>PLE</i>	1997–06–28	1999–11–04
<i>POLNA SA</i>	<i>PLA</i>	1997–04–07	1998–05–22
<i>ZM ROPCZYCE SA</i>	<i>RPC</i>	1997–03–25	1997–12–16
<i>SANWIL SA</i>	<i>SNW</i>	1997–06–19	1998–02–12
<i>SIMPLE SA</i>	<i>SME</i>	1999–06–11	2000–12–14
<i>SKOTAN SA</i>	<i>SKT</i>	1998–04–21	1999–01–11
<i>STALPROFIL SA</i>	<i>STF</i>	1998–10–30	2000–04–26
<i>TALEX SA</i>	<i>TLX</i>	1998–05–08 1998–06–16	2000–11–20
<i>TIM SA</i>	<i>TIM</i>	1997–04–30 2000–05–13	1998–02–16
<i>TELEKOMUNIKACJA POLSKA SA</i>	<i>TPS</i>	1998–06–25	1998–11–18
<i>WISTIL SA</i>	<i>WST</i>	1997–06–18	1998–03–13
<i>YAWAL SA</i>	<i>YWL</i>	1997–01–30	1998–06–26
<i>ZASTAL SA</i>	<i>ZST</i>	1997–06–28	2007–08–27
<i>ZPUE SA</i>	<i>PUE</i>	1998–04–28	2000–08–23

W tabeli wyróżniono te spółki, które były notowane na GPW w Warszawie w roku przeprowadzenia kapitalizacji wewnętrznej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dotyczących emisji i operacji korporacyjnych, prezentowanych przez *Notoria Serwis SA*.

Można nadto przypuszczać, iż najwyższy potencjał wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa na skutek kapitalizacji rezerw, powinien mieć miejsce w spółkach *COMARCH SA*, *APATOR SA* oraz *PFLEIDERER GRAJEWO SA*. Obliczone bowiem średnie wartości wskaźników potencjału kapitalizacji rezerw w tych jednostkach okazały się w badanym piętnastoleciu ponadprzeciętnie wysokie w porównaniu do pozostałych analizowanych przedsiębiorstw (zob. tab. 2). Najmniejszym potencjałem kapitalizacji wewnętrznej charakteryzowały się trzy spółki: *KGHM POLSKA MIEDŹ SA*, *MOSTOSTAL PŁOCK SA* oraz *TELEKOMUNIKACJA POLSKA SA*. W pierwszej spośród wymienionych średnia wartość analizowanych wskaźników wyniosła zaledwie 0,5 (zob. tab. 2).

Tabela 2

Wartości wskaźników potencjału kapitalizacji rezerw w badanych spółkach w latach 1997–2012

Spółki	Miara	Lata															Średnia	
		1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011		2012
APT	w_{kap}	9,2	11,6	12,7	11,0	11,1	11,4	8,5	9,6	14,9	17,5	19,7	24,7	30,7	30,0	35,3	41,9	18,7
	$w_{kap(A)}$	0,5	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4	0,5	0,5	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
CMR	w_{kap}	1,3	0,4	2,6	14,4	15,4	16,8	15,8	17,3	18,3	25,8	29,0	32,3	37,2	43,1	51,6	57,0	23,7
	$w_{kap(A)}$	0,2	0,0	0,2	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
ENP	w_{kap}	6,5	5,4	6,6	2,9	0,8	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	3,2	3,0	3,0	3,0	3,0	2,1	2,8
	$w_{kap(A)}$	0,5	0,4	0,6	0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	0,7	0,6	0,5	0,6	0,5	0,3	0,4
GRJ	w_{kap}	0,0	15,3	9,5	12,7	9,4	12,7	12,7	21,6	23,1	23,1	23,1	23,1	25,9	27,1	27,2	29,7	18,5
	$w_{kap(A)}$	0,0	0,2	0,3	0,4	0,3	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
KGH	w_{kap}	0,4	0,6	0,7	0,4	0,6	0,5	0,6	0,8	1,0	1,2	0,0	0,3	0,1	0,1	0,3	0,1	0,5
	$w_{kap(A)}$	0,2	0,2	0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
MSP	w_{kap}	10,6	1,1	1,1	1,5	1,7	2,0	1,9	1,6	0,7	0,7	0,8	1,0	1,3	1,9	1,9	1,5	2,0
	$w_{kap(A)}$	0,3	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	0,4	0,3
MZA	w_{kap}	1,2	4,2	5,1	6,0	6,3	2,8	3,1	3,4	3,4	3,6	2,7	2,8	3,4	3,4	3,6	3,9	3,7
	$w_{kap(A)}$	0,2	0,5	0,5	0,6	0,7	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5
RPC	w_{kap}	3,4	4,0	4,8	5,2	5,8	6,3	6,4	8,4	8,7	9,0	10,5	17,5	14,2	14,4	14,9	16,0	9,3
	$w_{kap(A)}$	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
TIM	w_{kap}	4,1	4,7	5,6	5,7	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,6	5,5	7,0	7,7	7,8	7,8	7,7	4,0
	$w_{kap(A)}$	0,4	0,4	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,5	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,3
TPS	w_{kap}	10,1	0,5	0,7	0,9	1,4	1,5	1,8	1,9	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,3
	$w_{kap(A)}$	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1

W tabeli wyróżniono te okresy badawcze, w których spółki zdecydowały się na kapitalizację rezerw.

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Notoria Serwis SA*.

Wiążąc ocenę faktycznie podjętych decyzji o podwyższeniu kapitału zakładowego w trybie kapitalizacji wewnętrznej z oceną jej potencjału mieszczącego się w wartościach kapitału zapasowego i rezerwowego, wskazać należy, iż generalnie nie zaobserwowano istotnych zmian owego potencjału w okresach po przeprowadzeniu kapitalizacji rezerw. Na szczególną uwagę zasługuje jednak spółka *COMARCH SA*, w której po przeprowadzeniu podwyższenia kapitału zakładowego z własnych środków w latach 1998 i 1999 obserwowano w kolejnych okresach cykliczny wzrost takich możliwości.

Obserwując wartości wskaźników potencjału sfinansowania majątku całkowitego kapitałem zakładowym, wskazać należy, iż największe możliwości przekształcenia kapitału zapasowego i rezerwowego w aktywa całkowite, mogące przekładać się na wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa, posiadały trzy spółki: *APATOR SA*, *ROP CZYCE SA* oraz *MUZA SA*. Zamieszczone w tab. 2 wyniki badań empirycznych wskazują bowiem, iż średnie wartości badanych wskaźników wyniosły w tych jednostkach około 0,5 i okazały się najwyższe spośród wszystkich analizowanych przedsiębiorstw. W spółkach *KGHM POLSKA MIEDŹ SA* oraz *TELEKOMUNIKACJA POLSKA SA* zaobserwowano z kolei najniższy potencjał przekształcenia kapitału zapasowego i rezerwowego w majątek całkowity.

4.2. Analiza zależności między kapitalizacją rezerw a wartością rynkową badanych spółek akcyjnych

Dla scharakteryzowania relacji podwyższania kapitału zakładowego ze środków własnych spółek z ich wartością rynkową, wykorzystano dwa podejścia:

1) krótkookresowe, bazujące na kwartalnych danych finansowych jednostek i obejmujące pierwsze dziesięć kwartałów po przeprowadzeniu kapitalizacji rezerw oraz

2) długookresowe, opierające się na danych rocznych i obejmujące pierwsze dziesięć lat po podwyższeniu kapitału zakładowego ze środków własnych spółki⁷.

Ten dualny charakter prowadzonych badań służył odpowiedzi na pytanie, czy kapitalizacja wewnętrzna faktycznie przyczynia się do korzystnych zmian wartości rynkowej spółek w krótkim czy długim okresie.

Mając na uwadze ujęcie krótko- i długoterminowe, po przeprowadzeniu kapitalizacji rezerw przez analizowane spółki giełdowe, zaobserwowano zróżnicowanie ich wartości rynkowej (zob. tab. 3 i 4).

⁷ Ujęcie „krótkookresowe” i „długookresowe” zastosowano umownie.

Wnikliwe badania empiryczne nad zmianami wartości rynkowej badanych spółek po przeprowadzeniu kapitalizacji rezerw wskazują jednakże na występowanie pewnej prawidłowości. Wyraża się ona tym, iż sięgając badaniem do dziesięciu kwartałów po podjęciu decyzji o podwyższeniu kapitału zakładowego ze środków własnych spółki, w większości przypadków odnotowano pozytywne zmiany wartości rynkowej badanych spółek w stosunku do kwartału, w którym nastąpiło owo podwyższenie (zob. rys. 2). Z kolei zmiany wartości rynkowej w ujęciu długookresowym nie miały już tak pozytywnego charakteru.

Tabela 3

Wartość rynkowa badanych spółek po przeprowadzeniu kapitalizacji rezerw (w tys. zł)
– ujęcie krótkookresowe

Spółki	Data kapitalizacji rezerw	Okresy kwartalne po przeprowadzeniu kapitalizacji rezerw									
		IQ'03	IIQ'03	IIIQ'03	IVQ'03	IQ'04	IIQ'04	IIIQ'04	IVQ'04	IQ'05	IIQ'05
APT	IVQ'02	IQ'03	IIQ'03	IIIQ'03	IVQ'03	IQ'04	IIQ'04	IIIQ'04	IVQ'04	IQ'05	IIQ'05
	27	35	74	55	102	173	130	194	129	1 471	1 075
CMR	IVQ'99	IQ'00	IIQ'00	IIIQ'00	IVQ'00	IQ'01	IIQ'01	IIIQ'01	IVQ'01	IQ'02	IIQ'02
	41	288	180	486	1 150	830	270	253	182	210	124
ENP	IIQ'98	IIIQ'98	IVQ'98	IQ'99	IIQ'99	IIIQ'99	IVQ'99	IQ'00	IIQ'00	IIIQ'00	IVQ'00
	7	7	28	19	8	18	29	23	22	20	19
GRJ	IIQ'97	IIIQ'97	IVQ'97	IQ'98	IIQ'98	IIIQ'98	IVQ'98	IQ'99	IIQ'99	IIIQ'99	IVQ'99
	391	439	434	252	224	222	128	116	48	82	86
KGH	IIQ'97	IIIQ'97	IVQ'97	IQ'98	IIQ'98	IIIQ'98	IVQ'98	IQ'99	IIQ'99	IIIQ'99	IVQ'99
	bn	4 420	2 600	0	2 458	1 388	1 203	1 391	-179	1 250	-11 301
MSP	IQ'98	IIQ'98	IIIQ'98	IVQ'98	IQ'99	IIQ'99	IIIQ'99	IVQ'99	IQ'00	IIQ'00	IIIQ'00
	bn	bn	9	1	4	23	19	16	16	20	26
MZA	IIQ'00	IIIQ'00	IVQ'00	IQ'01	IIQ'01	IIIQ'01	IVQ'01	IQ'02	IIQ'02	IIIQ'02	IVQ'02
	9	13	17	35	28	24	-131	26	27	24	11
RPC	IQ'97	IIQ'97	IIIQ'97	IVQ'97	IQ'98	IIQ'98	IIIQ'98	IVQ'98	IQ'99	IIQ'99	IIIQ'99
	bn	bn	bn	78	23	4	42	45	29	18	26
TIM	IQ'00	IIQ'00	IIIQ'00	IVQ'00	IQ'01	IIQ'01	IIIQ'01	IVQ'01	IQ'02	IIQ'02	IIIQ'02
	14	11	12	13	126	78	32	16	12	7	9
TPS	IIQ'98	IIIQ'98	IVQ'98	IQ'99	IIQ'99	IIIQ'99	IVQ'99	IQ'00	IIQ'00	IIIQ'00	IVQ'00
	bn	bn	3 909	1 295	9 800	16 431	17 932	31 385	19 144	24 643	34 284

Oznaczenia: bn – brak notowań spółki na giełdzie.

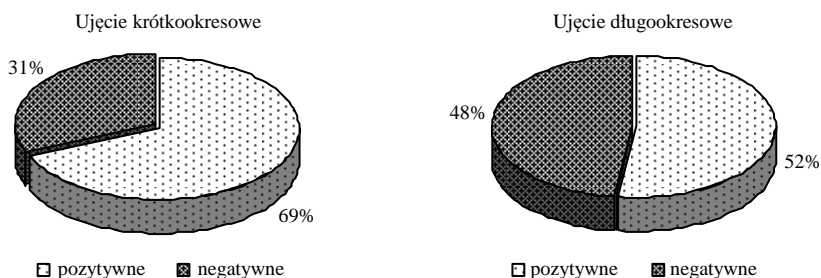
Źródło: opracowanie własne na podstawie *Notoria Serwis SA* oraz biuletynów GPW, zamieszczonych na giełdowych stronach internetowych badanych spółek.

Tabela 4

Wartość rynkowa badanych spółek po przeprowadzeniu kapitalizacji rezerw (w tys. zł)
– ujęcie długookresowe

Spółki	Data kapitalizacji rezerw	Okresy roczne po przeprowadzeniu kapitalizacji rezerw										
		2002 r.	2003 r.	2004 r.	2005 r.	2006 r.	2007 r.	2008 r.	2009 r.	2010 r.	2011 r.	2012 r.
<i>APT</i>	2002 r.	59	181	302	7307	861	831	337	686	642	554	952
<i>CMR</i>	1999 r.	362	526	251	237	317	478	984	1402	1118	294	863
<i>ENP</i>	1998 r.	40	20	7	1	1	5	3	7	21	26	13
<i>GRJ</i>	1997 r.	488	-8	81	135	376	422	855	1303	957	2612	3166
<i>KGH</i>	1997 r.	3232	2224	-8452	8234	-1234	1350	6857	6553	14263	17727	21597
<i>MSP</i>	1998 r.	32	33	33	22	5	11	4197	23	88	223	98
<i>MZA</i>	2000 r.	32	-113	8	58	11	13	9	10	28	23	11
<i>RPC</i>	1997 r.	70	27	42	51	43	29	66	74	105	145	140
<i>TIM</i>	2000 r.	10	9	5	17	174	228	539	563	141	235	247
<i>TPS</i>	1998 r.	25144	36184	42932	16311	178060	18710	31275	31264	31217	22233	15740

Źródło: jak do tab. 3.



Rys. 2. Charakter zmian wartości rynkowej badanych spółek po przeprowadzeniu kapitalizacji rezerw⁸

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Notoria Serwis SA* oraz biuletynów GPW, zamieszczonych na giełdowych stronach internetowych badanych spółek.

⁸ Przedstawiona na rysunku analiza spółek w ujęciu krótkookresowym nie objęła czterech spółek: *KGHM POLSKA MIEDŹ SA*, *MOSTOSTAL PŁOCK SA*, *ZM ROPCZYCE SA* oraz *TELEKOMUNIKACJA POLSKA SA* ze względu na brak ich notowań w kwartale, w którym przeprowadzono kapitalizację rezerw.

5. PODSUMOWANIE

Z przeprowadzonych rozważań teoretycznych, jak również zaprezentowanych wyników badań empirycznych, mających na celu potwierdzenie hipotezy o istnieniu pozytywnego wpływu kapitalizacji rezerw na kształtowanie się wartości rynkowej spółek, wydaje się, iż w badanych spółkach istnieje w pewnej mierze taka prawidłowość. Ma ona miejsce jednakże tylko w krótkim okresie. Abstrahując od zróżnicowanych zmian cen rynkowych akcji analizowanych jednostek, podkreślić należy pewną rolę podwyższania kapitału zakładowego z własnych środków w kształtowaniu wartości przedsiębiorstwa na rynku.

Na podstawie wyników analizy spółek notowanych na GPW w Warszawie, bezsprzecznie należy stwierdzić, iż generalnie kapitalizacja rezerw wykorzystywana jest sporadycznie. Na taką formę podwyższenia kapitału zakładowego, w szczególności po 1999 r., zdecydowało się wyłącznie kilka jednostek. Bazując na informacjach dotyczących emisji i operacji korporacyjnych, warto podkreślić, iż w latach 2002–2012 żadna spółka giełdowa nie przeprowadziła kapitalizacji wewnętrznej, mimo posiadania znaczącego potencjału w tym zakresie. Świadczą o tym ponadprzeciętne wartości współczynników kapitalizacji rezerw w badanych spółkach, wskazujące na możliwości wzrostu wartości rynkowej, mieszące się w wartościach kapitału zapasowego i rezerwowego.

Prezentowane wyniki badań empirycznych stanowią pewien wycinek głębszej analizy wpływu czynników determinujących wykorzystywanie kapitalizacji rezerw przez publiczne spółki akcyjne dla pozytywnego oddziaływania na kształtowanie wartości rynkowej. Poruszona problematyka kształtowania struktury kapitału własnego w kontekście koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa, mimo wielu sceptycznych uwag i krytyk, stanowi ważny przyczynek naukowy do prowadzenia szerszych badań w tym zakresie. Wydaje się, że przedsiębiorstwo powinno opierać swoje decyzje operacyjne i strategiczne na tych czynnikach, które będą najlepiej dostosowywać je do rynkowych warunków rzeczywistości gospodarczej.

BIBLIOGRAFIA

- Alavi A., Pham P. K., Pham T. M., 2008, *Pre-IPO ownership structure and its impact on the IPO process*, „Journal of Banking & Finance”, vol. 32.
- Billett M. T., Flannery M. J., Garfinkel J. A., 2011, *Frequent issuers' influence on long-run post-issuance returns*, „Journal of Financial Economics”, vol. 99.
- Brav A., Geczy C., Gompers P. A., 2000, *Is the abnormal return following equity issuances anomalous?*, „Journal of Financial Economics”, vol. 56.
- Brennan M. J., Franks J., 1997, *Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK*, „Journal of Financial Economics”, vol. 45.
- Czechowska A., 2000, *Kapitalizacja rezerw w spółce akcyjnej z uwzględnieniem ustawodawstwa europejskiego*, Dom Wydawniczy Ostoja, Kraków.

- Davies D., 1993, *Sztuka zarządzania finansami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
<http://www.gpw.pl>.
<http://www.gpwinfostrefa.pl>.
- Kąkol W., 2004, *Zalety i wady stosowania metod mnożnikowych w procesie wyceny przedsiębiorstw*, [w:] W. Pluta (red.), *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu”, nr 1042, Wrocław.
- Kidyba A., 2010, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, LEX a Wolters Kluwer business, Warszawa.
- McNally W. J., Smith B. F., 2007, *Long-run returns following open market share repurchases*, „Journal of Banking & Finance”, vol. 31.
- Ostaszewski J., Cicirko T., 2005, *Finanse spółki akcyjnej*, Difin, Warszawa.
- Rudolph B., 2006, *Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt*, Mohr Siebek, Tübingen.
- Rutkowski A., 2008, *Modyfikacje mnożników w ocenie efektywności fuzji i przejęć*, „Badania Operacyjne i Decyzyjne”, nr 3, Oficyna Wydawnicza Politechniki Wrocławskiej, Wrocław.
- Sajnog A., 2012, *Kapitalizacja rezerw jako instrument kształtowania struktury kapitału własnego przedsiębiorstwa*, [w:] R. Borowiecki, A. Jaki (red.), *Zarządzanie procesami restrukturyzacji. Koncepcje – Strategie – Analiza*, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
- Sajnog A., 2013, *Funkcje i cele podwyższania kapitału zakładowego w spółkach akcyjnych*, [w:] J. Duraj (red.), *Instrumenty kształtowania dochodowości i rentowności przedsiębiorstwa*, „Acta Universitatis Lodzianis” 2013, Folia Oeconomica 278, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Skwianczyk K., 1999, *Podwyższenie kapitału zakładowego metodą kapitalizacji rezerw*, „PPH”, nr 19.
- Sukacz D., 2005, *Pierwsze oferty publiczne na rynkach kapitałowych*, CeDeWu.pl, Warszawa.
- Szablewski A., Tuzimek R. (red.), 2004, *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa.
- Szajkowski A., Tarska M., 2005, *Prawo spółek handlowych*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Ustawa o spółkach akcyjnych* (niem. *Aktiengesetz*) [AktG] z dnia 6 września 1965 r., Federalny Dziennik Ustaw, część I, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych* [K.s.h.], DzU 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm.
- Wöhe G., Bilstein J., Ernst D., Häcker J., 2011, *Grundzüge der Unternehmensfinanzierung*, Vahlen Verlag, München.

Artur Sajnog

KAPITALIZACJA REZERW A KREOWANIE WARTOŚCI RYNKOWEJ GIEŁDOWYCH SPÓŁEK AKCYJNYCH

Problematyka kapitalizacji rezerw stanowi ważny aspekt zarządzania przedsiębiorstwem, w szczególności kształtowania struktury kapitału własnego, który może zwiększać jego wartość na rynku. Na tym tle istotnego znaczenia nabiera realistyczna ocena wpływu podwyższenia kapitału zakładowego z własnych środków na kształtowanie się wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Zasadniczym celem artykułu jest ocena związku między tymi kategoriami w warunkach polskiego rynku kapitałowego. Weryfikacja hipotezy o istnieniu potencjału wzrostu wartości rynkowej oraz jej pozytywnych zmianach na skutek kapitalizacji rezerw, została przeprowadzona w oparciu o analizę spółek notowanych na GPW w Warszawie. Badania empiryczne zostały poprzedzone teoretycznymi rozważaniami nad ekonomicznymi efektami podwyższenia kapitału zakładowego w trybie kapitalizacji wewnętrznej.

**CAPITALIZATION OF RESERVES AND CREATING MARKET VALUE
OF JOINT-STOCK COMPANIES**

The capitalization of reserves constitutes an important aspect in the enterprise management, particularly as an element of the forming the structure of equity which can increase the market value of the enterprise. Against this background the realistic estimate of the increasing the share capital of the enterprise's using own funds and its impact on the development of the enterprise's market value come into a relevant prominence. The fundamental purpose of this article is to assess the correlation between the volumes formed in terms of the Polish capital market. The review of the hypothesis on existence of the growth potential of the market value and its positives changes as a result of the capitalization of reserves, has been conducted on the basis of the analyzing companies quoted on the Warsaw Stock Exchange. The empirical surveys have been preceded by the theoretical deliberations upon the essence of the economic effects of the share capital increase under capitalization of reserves.