

ARTUR SAJNÓG

JAN DURAJ

## FUNKCJA GWARANCYJNA KAPITAŁU ZAKŁADOWEGO PUBLICZNYCH SPÓŁEK GIEŁDOWYCH

**Słowa kluczowe:** kapitał zakładowy, funkcja gwarancyjna kapitału, spółki publiczne

**Keywords:** share capital, guarantee function of capital, public quoted companies

**Klasyfikacja JEL:** G32

### Wprowadzenie

Zasadniczym celem opracowania jest zwrócenie uwagi na konieczność szerszego spojrzenia na pojęcie funkcji gwarancyjnej kapitału zakładowego spółek akcyjnych w relacji do dotychczas prezentowanych i formułowanych definicji tej kategorii finansowej oraz przedstawienie wyników badań empirycznych odnoszących się do analizy zależności między czynnikami uznanymi w ujęciu klasycznym za główne zmienne pozwalające na ocenę funkcji gwarancyjnej kapitału zakładowego.

Prezentowane rozważania posiadają charakter dyskusyjny. Z jednej strony, wskazują bowiem na potrzebę przyjęcia rozszerzonego punktu widzenia na tę złożoną i podstawową funkcję kapitału zakładowego, a z drugiej, wiążą się z holistycznym ujęciem analizowanych problemów z perspektywy kształtowania wartości dla interesariuszy.

Zasygnalizowaną dyskusyjność tej części opracowania należy widzieć również w kontekście aprobaty i uznania dotychczasowych koncepcji i praktyk zarządzania kapitałem zakładowym przedsiębiorstwa. Są one formułowane z różnych punktów widzenia i wyrażane w formułowanych i realizowanych strategiach finansowych przedsiębiorstwa. Intencją autorów jest bowiem wskazanie również na potrzebę spójniejszego i całościowego spojrzenia na zarządzanie kapitałem własnym z perspektywy szerszego postrzegania funkcji gwarancyjnej kapitału zakładowego przedsiębiorstwa. Perspektywą tą jest zasygnalizowana wartość dla interesariuszy. Tym samym, prezentowane rozważania można traktować jako przyczynek naukowy nad strategiami finansowymi przedsiębiorstwa.

Przedstawiony cel artykułu realizowany jest w trzech częściach. Rozważania zawarte w części pierwszej zawierają próbę przedstawienia pojęcia rozszerzającego dotychczasowo-

we podejście do funkcji gwarancyjnej kapitału zakładowego wraz z uzasadnieniem tego *novum*. W części drugiej znajdują się wyniki badań empirycznych nad zmianami kapitału zakładowego badanych spółek, zaś część trzecia zawiera wyniki badań nad relacjami między sfinansowaniem majątku całkowitego kapitałem zakładowym i kapitałem własnym oraz stopniem zadłużenia i bieżącą płynnością finansową przedsiębiorstwa. Badania te odnoszą się tylko do giełdowych spółek kapitałowych sektora budownictwo i ze względu na swój zasięg „sektorowy” i wybrany wymiar czasowy nie predysponują do sformułowania zgeneralizowanych wniosków. Są one traktowane przeto jako cząstkowe dowody istnienia bądź nieistnienia wpływu zmian strategii finansowania aktywów całkowitych kapitałem zakładowym na stopień finansowania majątku całkowitego kapitałem własnym, zadłużenia kapitału własnego oraz płynności finansowej.

### Pojęcie i istota funkcji gwarancyjnej kapitału zakładowego spółek akcyjnych

Abstrahując od pojęcia kapitału zakładowego i odmienności jego nazewnictwa mającej miejsce w różnych formach prawnych przedsiębiorstw<sup>1</sup>, przyjąć można tezę, że jest on kapitałem kluczowym. Jego zgromadzenie i przeznaczenie dla założenia i trwałego prowadzenia działalności gospodarczej przez przedsiębiorcę na własne ryzyko, rachunek i odpowiedzialność jest pierwotnym i zasadniczym motywem oraz warunkiem powstania i funkcjonowania przedsiębiorstwa. Tym samym można powiedzieć, że kluczowy charakter kapitału zakładowego wyraża się m.in. w jego funkcji założycielskiej i gwarancyjnej.

W przywoływanej w opracowaniu literaturze przedmiotu funkcja gwarancyjna kapitału zakładowego, zwana także funkcją zastawną, jest identyfikowana w związku z korzystaniem przez przedsiębiorstwo z kapitałów obcych oraz z powstaniem bieżących zobowiązań w wyniku podejmowania i realizacji działalności gospodarczej.

B. Woźniak-Sobczak podkreśla, że kapitał zakładowy stanowi gwarancję, zabezpieczenie dla wierzycieli udzielających kredytów i pożyczek w warunkach podwyższonego ryzyka<sup>2</sup>. Również – zdaniem A. Szumańskiego – funkcja gwarancyjna kapitału zakładowego polega na tym, iż aktywa odpowiadające jego wartości stanowią fundusz potencjalnego zaspokojenia wierzycieli spółki<sup>3</sup>.

A. Czechowska stwierdza, że kapitał zakładowy, a właściwie określona przez ten kapitał obowiązkowa kwota wkładów, pełni funkcję gwarancyjną. Zabezpiecza bowiem – jej

---

<sup>1</sup> *Kodeks spółek handlowych* [K.s.h.] (Ustawa z dnia 15 września 2000 r., DzU 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm.) ujednolicił termin „kapitał zakładowy” dla wszystkich kapitałowych spółek handlowych (spółki akcyjnej, spółki z ograniczoną odpowiedzialnością) oraz spółek osobowych (jawnej, partnerskiej, komandytowej, komandytowo-akcyjnej), zaś w kodeksie handlowym (Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 27 czerwca 1934 r. – *Kodeks handlowy*, DzU 1934, nr 57, poz. 502) dla kapitału podstawowego spółki akcyjnej funkcjonował również termin „kapitał akcyjny”.

<sup>2</sup> B. Woźniak-Sobczak: *Funkcje kapitału w strategicznym zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Karola Adameckiego w Katowicach, Katowice 2005, s. 32–33.

<sup>3</sup> A. Szumański: *Problem funkcji gwarancyjnej kapitału zakładowego spółki kapitałowej*, „PiP” 1997, nr 6, s. 79.

zdaniem – zobowiązania spółki wobec jej potencjalnych wierzycieli i jest podstawą jej zdolności kredytowej<sup>4</sup>.

M. Kosioriewicz wskazuje, iż kapitał zakładowy można traktować jako nienaruszalny depozyt, jako fundusz gwarantujący wierzycielom wypłacalność spółki. Podkreślając jednocześnie, że kapitał zakładowy jest chroniony przez liczne przepisy zapobiegające jego zmniejszeniu, autor ten eksponuje prawne zagwarantowanie wierzycielom zaspokojenia ich wierzytelności co najmniej w kwocie tego kapitału i to przed akcjonariuszami<sup>5</sup>. Pierwsza część tej gwarancji nie wydaje się być pewna, gdyż bankrutujące przedsiębiorstwo posiadać może bardzo niski poziom wartości kapitału zakładowego w relacji nawet do części wierzytelności. W K.s.h. podkreśla się wyłącznie, iż w okresie likwidacji spółki nie można, nawet częściowo, wypłacać akcjonariuszom zysków ani dokonywać podziału majątku spółki przed spłaceniem wszystkich zobowiązań<sup>6</sup>.

J. Ostaszewski i T. Cicirko podają, że wkłady tworzące kapitał zakładowy powinny zapewnić odpowiednią płynność finansową w momencie „rozruchu” i jednocześnie są rodzajem gwarancji dla wierzycieli, mimo iż nie są to np. depozyty<sup>7</sup>.

O kapitale zakładowym jako depozycie wypowiada się też J. Ickiewicz, która znacząco podkreśla, iż w literaturze nie ma zgodności w kwestii pełnienia przez kapitał zakładowy funkcji gwarancyjnej. Autorka podaje, iż kapitał zakładowy traktuje się jako nienaruszalny depozyt gwarancyjny, który ma gwarantować wierzycielom wypłacalność spółek<sup>8</sup>. J. Ickiewicz wskazuje także na odmienne stanowisko (choć nie precyzuje kto, kiedy i gdzie je wyraził), zgodnie z którym kapitał zakładowy nie ma charakteru depozytu gwarancyjnego. W pewnej mierze charakter ten można przypisać minimalnej wartości wniesionego kapitału zakładowego.

Na pewną ułomność funkcji gwarancyjnej kapitału zakładowego wskazuje A.W. Wiśniewski. Według niego, skoro spółka akcyjna odpowiada całym swoim majątkiem, to jej wiarygodność finansową ocenia się nie na podstawie kapitału zakładowego, lecz wyceny całego majątku. Z tego też względu twierdzi on, że wielkość tego kapitału stanowi jedynie informację dla wierzycieli o rozmiarach działalności przedsiębiorstwa, nie odzwierciedla zaś ani płynności finansowej, ani zdolności kredytowej<sup>9</sup>.

Wydaje się, że w powyższym spostrzeżeniu o deficycie zdolności kapitału zakładowego do formułowania oceny płynności finansowej i zdolności kredytowej przedsiębiorstwa,

<sup>4</sup> A. Czechowska: *Kapitalizacja rezerw w spółce akcyjnej*, Dom Wydawniczy Ostoja, Kraków 2000, s. 29.

<sup>5</sup> M. Kosioriewicz: *Podwyższanie kapitału akcyjnego w publicznych spółkach akcyjnych*, Dom Wydawniczy Ostoja, Kraków 1999, s. 34–35.

<sup>6</sup> Zob. art. 462, par. 2 K.s.h.

<sup>7</sup> J. Ostaszewski, T. Cicirko: *Finanse spółki akcyjnej*, Wyd. Difin, Warszawa 2005, s. 93.

<sup>8</sup> J. Ickiewicz: *Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2004, s. 42–43.

<sup>9</sup> Por. A.W. Wiśniewski: *Prawo o spółkach – podręcznik praktyczny. Spółka akcyjna*, t. 3, Twigger SA, Warszawa 1994, s. 98–102.

kryć się może pewne nieporozumienie. Nie można bowiem przypisywać kapitałowi zakładowemu funkcji informacyjnej o skali działania przedsiębiorstwa, jego płynności finansowej oraz zdolności kredytowej. Jego wielkość nie jest zmienną objaśnianą tymi czynnikami i tym samym nie zależy od nich. To kapitał zakładowy – a zwłaszcza kapitał własny – są wyznacznikami bieżących strategii działania przedsiębiorstwa, w tym też kształtowania płynności finansowej.

Można podejrzewać, iż ewentualne dezawuowanie funkcji gwarancyjnej kapitału zakładowego wynika z kwestionowania jego stałości i nienaruszalności. Spółka akcyjna posiada bowiem możliwość obniżenia kapitału zakładowego na cztery sposoby. Do sposobów tych należą:

- zmniejszenie wartości nominalnej akcji,
- połączenie akcji,
- umorzenie części akcji oraz
- wydzielenie przedsiębiorstwa w przypadku jego podziału<sup>10</sup>.

Pamiętać należy, że niedozwolone jest obniżenie kapitału zakładowego poniżej minimalnego progu wskazanego w K.s.h. W postępowaniu konwokacyjnym zawarte są rozwiązania mające na celu ochronę wierzycieli z powodu wzrostu ryzyka niepokrycia wierzytelności<sup>11</sup>. Zarząd zobowiązany jest ogłosić w uchwale o obniżeniu kapitału zakładowego wezwanie do wierzycieli spółki do zgłoszenia przez nich ewentualnych roszczeń. Jeżeli wierzyciel zgłosi roszczenie i wystąpią prawdopodobne trudności w jego zaspokojeniu z powodu obniżenia kapitału zakładowego, spółka zobowiązana jest zabezpieczyć tego wierzyciela. W tym celu spółka składa odpowiednią sumę pieniędzy do depozytu sądowego, stanowiącego gwarancję wypłacalności spółki wobec wierzyciela.

Za rozszerzającą wykładnię funkcji gwarancyjnej kapitału w relacji do przedstawionych poglądów należy uznać stanowisko F. Steffensa.

F. Steffens wskazuje, że w celu ochrony wierzycieli funkcja gwarancyjna kapitału zakładowego sprawia, iż w przypadku bankructwa spółki, w pierwszej kolejności regulowane są zobowiązania wobec wierzycieli, zaś pozostała kwota zostaje wypłacona akcjonariuszom<sup>12</sup>. Tego rodzaju wskazanie na obejmowanie przez kapitał zakładowy gwarancjami majątkowymi również kapitału własnościowego wydaje się być całkowicie uzasadnione z wielu punktów widzenia. Jednym z nich może być kwestia relacji ryzyko-koszty kapitału oraz wartości dla interesariuszy.

Spojrzenie na funkcję gwarancyjną kapitału zakładowego z perspektywy tworzenia wartości dla interesariuszy, a więc wszystkich jednostek zainteresowanych działalnością przedsiębiorstwa i mogących wpływać na tę działalność, odsłania pełniejszy obraz złożo-

<sup>10</sup> Zob. art. 455 K.s.h.

<sup>11</sup> P. Tomaszek, R. Dobranowski: *Zmiany kapitału akcyjnego w spółkach akcyjnych*, Dom Wydawniczy Ostoja, Kraków 1996, s. 42.

<sup>12</sup> F. Steffens: *Finanzierungsmöglichkeiten für mittelständische Unternehmen am Beispiel der Darlehen der Deutschen Ausgleichsbank*, Grin Verlag, Bremen 2004, s. 5.

ności powinności spółki wobec swego otoczenia. Nie chodzi tutaj tylko o gwarancję zgromadzenia i posiadania przez właścicieli minimalnego wkładu założycielskiego, zdolnego do pokrycia zobowiązań przedsiębiorstwa przez cały okres jego działania, tj. od założenia do likwidacji. Bardzo ważną kwestią staje się realizacja interesów właścicieli przedsiębiorstwa. Funkcja gwarancyjna kapitału zakładowego odnosi się zatem nie tylko do wierzycieli, lecz także właścicieli przedsiębiorstwa, dla których wzrost wartości kapitału zakładowego może być również narzędziem zabezpieczającym pewną część majątku własnego.

Akceptacja tego rodzaju poglądu jest równoznaczna z twierdzeniem, że funkcja gwarancyjna kapitału zakładowego odnosi się nie tylko do wierzycieli, lecz także właścicieli przedsiębiorstwa. Prawa majątkowe są bowiem integralną częścią praw akcjonariusza i wraz z prawami korporacyjnymi i prawami mniejszości stanowią o zabezpieczeniu interesów akcjonariuszy.

Spoglądając na proces zarządzania kapitałem zakładowym z tej perspektywy, można powiedzieć, że funkcja gwarancyjna kapitału zakładowego spółki akcyjnej jest to ogół praw i obowiązków przedsiębiorstwa związanych z ustanawianiem i zabezpieczeniem gwarancji realizacji długookresowych interesów właścicieli oraz wierzycieli w całym okresie działania przedsiębiorstwa.

Tak sformułowane określenie funkcji gwarancyjnej kapitału zakładowego przedsiębiorstwa wpisane może być do szerokiego ujęcia problemu zabezpieczenia interesów właścicieli i wierzycieli i tym samym wykracza poza eksponowaną w literaturze przedmiotu kwestię zabezpieczenia majątkowego. Sprowadzenie bowiem kwestii funkcji gwarancyjnej kapitału zakładowego do zabezpieczenia majątkowego wierzycieli i właścicieli przedsiębiorstwa jest co prawda ważnym problemem, lecz może w nie dość dostateczny sposób może wiąże się z koncepcją zarządzania zorientowanego na pomnażanie wartości dla interesariuszy. Przyjmuje ono raczej statyczny charakter i ogranicza się do gwarancji ochrony interesów majątkowych wierzycieli i właścicieli przez odpowiednie pokrycie przez właścicieli minimalnej wartości kapitału zakładowego. Tym samym można przyjąć, że minimalna wartość kapitału zakładowego przedsiębiorstwa wyraża społeczne przyzwolenie na *minimum minimorum* zabezpieczenia finansowego inwestorów. To *minimum minimorum* zabezpieczenia finansowego nie oznacza, że mamy do czynienia z wyłącznością prawa wierzycieli do egzekucji z majątku likwidowanego przedsiębiorstwa. Prawo to może być skonsumowane również przez właścicieli, gdy ma miejsce nadwyżka wartości kapitału zakładowego nad spleconymi wierzytelnościami z tego majątku. Tym samym, można powiedzieć, że relatywnie większa wartość kapitału zakładowego spółki akcyjnej może wzmocniać również dyscyplinę finansową i bezpieczeństwo majątkowe akcjonariuszy nie tylko w przypadku likwidacji przedsiębiorstwa. Akcjonariusze spółki są bowiem zobowiązani do wniesienia kapitału założycielskiego w całości w określonym czasie i zarejestrowania w sądzie rejestrowym. Przed obowiązkiem tym żadna ze spółek i nikt z akcjonariuszy nie jest w stanie się uchylić.

Akcjonariusz spółki akcyjnej, zgodnie z K.s.h., obowiązany jest, co prawda, do wniesienia pełnego wkładu na akcje, jednakże te obejmowane za wkłady pieniężne powinny być opłacone przed zarejestrowaniem spółki zaledwie w jednej czwartej ich wartości nominalnej<sup>13</sup>. Poza tym w obowiązujących regulacjach prawnych nie ma obecnie w pełni skutecznego, formalnego środka, który stanowiłby zabezpieczenie wypłacalności spółki do wysokości kapitału zakładowego. Istnieje raczej system zapisów, które mają za zadanie w pewien sposób wymusić realne wniesienie kapitału zakładowego przez akcjonariuszy. Jeżeli kapitał zakładowy został pokryty jedynie w części, to spółka ma roszczenie do akcjonariuszy o zapłacenie pozostałej kwoty za objęte przez nich akcje<sup>14</sup>. Zarząd ściera wpłaty zgodnie z wewnętrznymi postanowieniami spółki akcyjnej, zawartymi w statucie, uchwałach walnego zgromadzenia akcjonariuszy<sup>15</sup>.

W K.s.h. brakuje określenia maksymalnego terminu pełnego pokrycia kapitału zakładowego w odniesieniu do akcji obejmowanych za wkłady pieniężne. I w tym przypadku terminy i wysokość wpłat na akcje określa wyłącznie statut spółki lub uchwała walnego zgromadzenia akcjonariuszy<sup>16</sup>. Z kolei, roszczenie spółki o pokrycie akcji staje się wymagalne z upływem ostatniego dnia terminu płatności oznaczonego w statucie lub uchwale, jednakże tylko wówczas, gdy spółka dokonała koniecznych wezwań przez ogłoszenie w Monitorze Sądowym i Gospodarczym.

Niewykonanie obowiązku wniesienia wkładu może doprowadzić do pozbawienia akcjonariusza praw udziałowych na podstawie przepisów o unieważnieniu dokumentów akcji<sup>17</sup>. Jeżeli akcjonariusz w terminie miesiąca po upływie terminu płatności nie uiszcza zaopłaconej wpłaty, odsetek, odszkodowania lub innych płatności przewidzianych przez statut, może być bez uprzedniego wezwania pozbawiony swoich praw udziałowych przez unieważnienie dokumentów akcji lub świadectw tymczasowych, o czym spółka powinna uprzedzić w ogłoszeniach o wpłatach lub w pismach wysłanych listami poleconymi<sup>18</sup>.

Art. 320 K.s.h. w pewien sposób zapewnia sumienne i staranne wypełnianie obowiązków przez menedżerów spółki, a co za tym idzie pełne pokrycie kapitału zakładowego tak, aby zabezpieczał on wierzycieli spółki. Na jego podstawie odpowiedzialność za realne wpłaty kapitału zakładowego ponoszą wyłącznie członkowie zarządu oraz ewentualnie członkowie rady nadzorczej delegowani do wykonywania czynności zarządu<sup>19</sup>.

<sup>13</sup> Zob. art. 309 oraz 329 K.s.h.

<sup>14</sup> Por. *Prawo handlowe*, red. J. Okólski, Wolters Kluwer, Warszawa 2008, s. 279.

<sup>15</sup> M. Kosiorkiewicz: *op. cit.*, s. 130.

<sup>16</sup> A. Kidyba: *Kodeks spółek handlowych: objaśnienia*, Wolters Kluwer, Warszawa 2010, s. 511.

<sup>17</sup> A. Koch, J. Napierała: *Prawo spółek handlowych. Podręcznik akademicki*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 371.

<sup>18</sup> Zob. art. 331 K.s.h.

<sup>19</sup> Zgodnie z art. 320 K.s.h. „jeżeli członkowie zarządu umyślnie lub przez niedbalstwo podali fałszywe dane w oświadczeniu (...), odpowiadają wobec wierzycieli spółki solidarnie ze spółką przez trzy lata od dnia zarejestrowania spółki lub zarejestrowania podwyższenia kapitału zakładowego”.

Gdy akcjonariusz nie dokonał wpłaty w ustalonym terminie, zobowiązany jest on – jeśli statut nie stanowi inaczej – do zapłacenia odsetek ustawowych za opóźnienie lub odszkodowania<sup>20</sup>. Nadto, jeżeli w ciągu miesiąca po upływie terminu płatności wpłata nie zostanie dokonana albo nieuiszczone zostaną odsetki bądź odszkodowanie lub inne płatności przewidziane przez statut, akcjonariusz może być, bez uprzedniego wezwania, pozbawiony swoich praw przez unieważnienie dokumentów akcji lub świadectw tymczasowych<sup>21</sup>. Tego rodzaju prawne konsekwencje braku dostatecznej troski ze strony właścicieli o zebranie i posiadanie przewidzianej prawem wartości kapitału zakładowego wskazują na prawne obowiązki zagwarantowania wierzycielom przez właścicieli bezpieczeństwa odzyskania kapitału ulokowanego przez nich w spółce. Stąd też wysokości kapitału zakładowego, wynikającej chociażby z Krajowego Rejestru Sądowego, nie należy traktować jako rzeczywistego miernika stopnia gwarancji odzyskania wierzytelności z kapitału zakładowego spółki. Może się bowiem okazać, że faktyczny majątek spółki jest niewielki w porównaniu z informacją wynikającą z KRS. Spółki o dużym kapitale zakładowym mogą być faktycznie niewypłacalne, z kolei spółki o minimalnym kapitale mogą mieć znaczący i dostępny wierzycielom majątek. W praktyce znaczenie kapitału gwarancyjnego nabiera znaczenia dopiero po jego skonfrontowaniu z rynkową wartością majątku spółki. Stąd też zmienna w postaci aktywów przedsiębiorstwa wydaje się uzasadnioną podstawą oceny gwarancji kapitału zakładowego przedsiębiorstwa.

Spoglądając jednakże na kwestie priorytetu interesu wierzycieli względem właścicieli w sytuacji bankructwa i likwidacji przedsiębiorstwa wskazać należy, iż w przypadku dostrzegania przez wierzycieli możliwości aprecjacji spółki, mogą oni dokapitalizować spółkę akcyjną przez konwersję długu na kapitał zakładowy, co powinno znaleźć wyraz w podwyższonej wartości aktywów przedsiębiorstwa. Ta konwersja wierzytelności na kapitał zakładowy powinna mieć miejsce wówczas, gdy spółka stanie się wypłacalną. A zatem, wierzytelność wnoszona na pokrycie kapitału zakładowego powinna być równa co najmniej wartości pozostałych – niekonwertowanych wierzytelności. Sytuacja ta oznacza także spełnienie warunku posiadania przez spółkę-wierzyciela wypłacalności w chwili wnoszenia wkładu oraz stworzenie płynności finansowej spółce przez wniesienie do niej wkładów. Na funkcję gwarancyjną kapitału zakładowego wpływ mają prawne uregulowania dopuszczalności konwersji wierzytelności na akcje. Konwersja wierzytelności na kapitał zakładowy może być przyjęta przez rynek jako pozytywny sygnał istnienia potencjału rozwoju oraz wzrostu wiarygodności i wartości przedsiębiorstwa.

<sup>20</sup> Zob. art. 330, par 5 K.s.h.

<sup>21</sup> Zob. art. 331, par. 1 K.s.h.

## Wyniki badań empirycznych nad zmiennymi determinującymi realizację funkcji gwarancyjnej kapitału zakładowego przez giełdowe spółki akcyjne

Przeprowadzone badania empiryczne objęły sektor budownictwo<sup>22</sup>, w którym działała największa liczba spółek notowanych na GPW w Warszawie. Spośród 39 spółek zakwalifikowanych do tej branży, do badań wyodrębnione zostały te, w których dane liczbowe były dostępne za cały dziesięcioletni okres, tj. za lata 2002–2011. Ostatecznie szczegółowej analizie poddano sprawozdania finansowe 20 spółek budowlanych<sup>23</sup>.

Dla scharakteryzowania relacji funkcji gwarancyjnej kapitału zakładowego giełdowych spółek budowlanych ze stopniem sfinansowania majątku całkowitego kapitałem własnym, strukturą kapitału i płynnością finansową przyjęty został współczynnik sfinansowania majątku całkowitego przedsiębiorstwa kapitałem zakładowym. Ta zmienna objaśniająca wydaje się być przystającą do oceny charakteru i siły zależności między gwarancyjną funkcją kapitału zakładowego a stopniem sfinansowania majątku całkowitego kapitałem własnym, wspieraniem finansowym przedsiębiorstwa oraz jego płynnością finansową.

Ocena związków między wybranymi zmiennymi została przeprowadzona z wykorzystaniem czterech współczynników. Wśród nich znalazły się:

- 1) współczynnik sfinansowania majątku całkowitego kapitałem zakładowym – SCTA (ang. *share capital to total assets ratio*), który wyrażony został w następujący sposób:

$$SCTA = SC / TA,$$

gdzie:

- $SC$  – wartość księgowa kapitału zakładowego,
- $TA$  – wartość księgowa aktywów całkowitych;

- 2) współczynnik sfinansowania majątku całkowitego kapitałem własnym – ETA (ang. *equity to total assets ratio*), który przyjął następującą postać:

$$ETA = E / TA,$$

gdzie:

- $E$  – wartość księgowa kapitału własnego,
- pozostałe oznaczenia jak wyżej;

- 3) współczynnik wspierania finansowego – (ang. *debt to equity ratio*), określony następującym wzorem:

$$DE = (D + R) / E,$$

<sup>22</sup> Podział został zaczerpnięty z bazy danych Notoria Serwis SA (<http://ir.notoria.pl>) oraz Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie ([www.gpw.pl](http://www.gpw.pl); [www.gpwinfostrefa.pl](http://www.gpwinfostrefa.pl)).

<sup>23</sup> W opracowaniu wykorzystano sprawozdania finansowe prezentowane przez Notoria Serwis SA oraz dane pochodzące ze stron internetowych poszczególnych spółek.



gdzie:

$D$  – zobowiązania długoterminowe,  
 $R$  – rezerwy na zobowiązania,  
pozostałe oznaczenia jak wyżej oraz

4) współczynnik bieżącej płynności finansowej – CR (ang. *current liquidity ratio*),  
wyrażony następującą formułą:

$$CR = CA / CL,$$

gdzie:

$CA$  – aktywa bieżące,  
 $CL$  – zobowiązania bieżące.

Przyjęcie w badaniach wartości księgowych wybranych zmiennych wywołuje poważną uwagę natury metodologicznej i merytorycznej. Wartości księgowe nie mogą stanowić bowiem zadawalającego sposobu oceny realizacji funkcji gwarancyjnej przez kapitał zakładowy. Tego rodzaju uwaga odnosi się jednakże niemal do wszystkich badań ekonomicznych o charakterze ilościowym i wywołuje potrzebę zwrócenia uwagi na liczne i różnorodne wyceny rynkowe wszystkich składników majątku przedsiębiorstwa i jego pasywów.

### **Rozmiar i dynamika zmian wartości kapitału zakładowego badanych spółek akcyjnych**

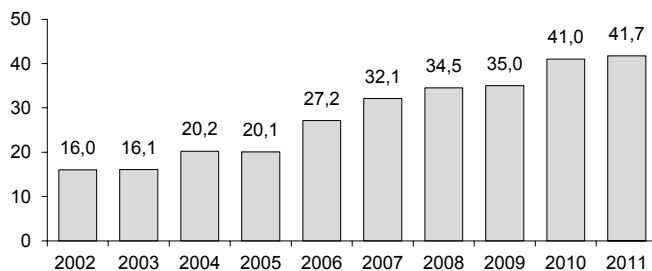
Zmiany wartości kapitału zakładowego badanych spółek akcyjnych sektora budownictwo zorientowane zostały na uzyskanie odpowiedzi na pytanie: czy w tego rodzaju przedsiębiorstwach ma miejsce wzrost wartości kapitału zakładowego? Pozytywna odpowiedź dowodzi potencjalnego wzrostu roli i znaczenia kapitału zakładowego jako źródła gwarancji zabezpieczenia interesów wierzycieli i ewentualnej ochrony interesów właścicieli.

Wyniki badań zaprezentowane na rysunku 1 wskazują, że w badanym dziesięcioleciu średnia wartość księgowa kapitału zakładowego badanych jednostek wzrosła z poziomu 16 mln zł w 2002 roku do blisko 42 mln zł w 2011 roku.

Również i wartość udziału kapitału zakładowego w majątku ogółem badanych spółek zwiększyła się w analizowanym okresie. Obliczone średnie wartości współczynników sfinansowania majątku całkowitego kapitałem zakładowym, generalnie biorąc, wzrosły we wszystkich badanych spółkach (zob. tab. 1). Były to wzrosty zróżnicowane. Rozpatrywana relacja nie uległa zmianie w badanym dziesięcioleciu w następujących spółkach: BU-DIMEX S.A., INSTAL KRAKÓW SA, MOSTOSTAL PŁOCK SA, RESBUD SA oraz MOSTOSTAL-EXPORT SA i MOSTOSTAL WARSZAWA SA<sup>24</sup>.

---

<sup>24</sup> W spółkach MOSTOSTAL-EXPORT SA i MOSTOSTAL WARSZAWA SA zmiany wartości księgowej kapitału zakładowego były wynikiem tylko i wyłącznie przyjęcia innych zasad rachunkowości.



Rysunek 1. Średnie wartości kapitału zakładowego w badanych spółkach w latach 2002–2011 (w mln zł)

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

Tabela 1

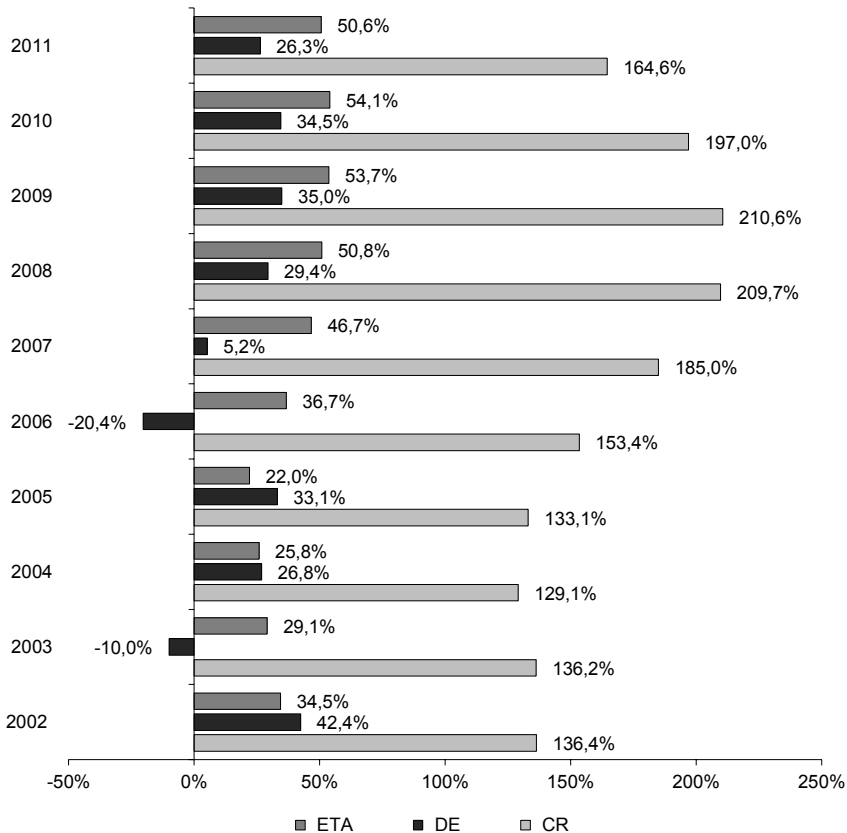
Wartości współczynników sfinansowania majątku całkowitego kapitałem zakładowym (SCTA) badanych spółek w latach 2002–2011 (w %)

Spółki akcyjne	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Średnia
Awbud	15,0	19,9	29,3	22,8	19,8	17,6	14,7	26,1	24,8	33,9	22,4
Budimex	14,5	14,3	14,1	14,3	14,0	15,7	5,4	4,4	3,3	3,2	10,3
Budopol-Wrocław	22,1	41,0	42,3	62,6	120,6	93,5	72,6	69,5	70,7	62,2	65,7
Elektrobudowa	5,3	5,4	14,7	14,8	9,8	7,5	6,0	5,6	4,6	4,0	7,8
Elkop	10,7	13,5	14,6	21,6	20,9	35,0	104,7	111,1	132,3	144,6	60,9
Energoaparatura	16,0	13,3	20,0	22,9	20,2	22,6	18,2	16,8	19,3	15,2	18,4
Energopol Płd.	21,5	25,6	27,2	30,5	23,9	55,0	52,5	51,1	32,7	48,3	36,8
Energomontaż-Płd.	11,8	11,0	34,2	32,1	27,6	33,7	24,2	16,3	21,5	23,7	23,6
Instal Kraków	9,9	9,9	9,0	8,5	7,1	4,6	3,9	3,8	3,6	2,9	6,3
Mostostal-Export	11,1	15,5	34,6	64,2	68,6	59,2	48,7	54,6	78,6	103,9	53,9
Mostostal Płock	26,1	25,6	22,3	35,4	32,0	25,0	21,3	17,0	19,5	21,3	24,5
Mostostal Warszawa	3,8	4,0	5,1	5,5	5,2	3,5	2,5	2,0	4,0	3,4	3,9
Mostostal Zabrze	9,0	12,1	12,7	16,6	57,6	80,5	65,2	57,1	40,9	50,0	40,2
PBG	6,5	4,6	3,8	2,1	1,7	1,0	1,0	0,6	0,5	0,5	2,2
Pemug	23,0	23,2	22,0	23,2	21,1	26,3	27,2	26,2	26,0	28,3	24,7
Polimex-Mostostal	3,4	3,3	2,4	1,8	1,2	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	1,6
Prochem	7,2	7,8	2,4	1,6	2,8	2,4	2,1	3,5	3,7	2,8	3,6
Projprzem	11,7	10,5	10,8	8,4	6,8	4,8	4,0	4,4	4,7	4,7	7,1
Resbud	3,4	4,6	5,2	5,8	5,3	4,3	4,8	7,5	6,2	7,8	5,5
Ulma	7,6	10,1	8,8	6,3	4,1	2,7	2,1	1,9	2,0	2,0	4,8
Średnia	12,0	13,8	16,8	20,1	23,5	24,8	24,1	24,0	25,0	28,2	x

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

Najwyższym stopniem finansowania majątku całkowitego kapitałem zakładowym charakteryzowały się spółki ELKOP SA oraz BUDOPOL-WROCŁAW SA. W badanym dziesięcioleciu średnia wartość współczynników *SCTA* osiągnęła w tych jednostkach ponad 60%. Nadto, w pierwszej z nich odnotowano aż cztery okresy badawcze, w których na skutek znacznych strat netto z lat ubiegłych wartość kapitału zakładowego była wyższa od wartości kapitału własnego oraz przewyższała posiadane aktywa całkowite. Najniższy stopień wykorzystania kapitału zakładowego w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa wykazano w spółkach: POLIMEX-MOSTOSTAL SA, MOSTOSTAL WARSZAWA SA, PROCHEM SA oraz PBG SA. Średnie wartości współczynników *SCTA* wyniosły bowiem około 1–4%.

Badania empiryczne nad zmianami pozostałych współczynników (*ETA*, *DE*, *CR*) wskazują ponadto na występowanie znacznego zróżnicowania ich wielkości w badanym dziesięcioleciu (zob. rys. 2).



Rysunek 2. Średnie wartości współczynników *ETA*, oraz badanych spółek w latach 2002–2011

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

Obliczone średnie współczynniki finansowania majątku całkowitego kapitałem własnym (ETA) zasadniczo nie przekroczyły 60%, a w większości analizowanych przypadków oscylowały wokół 40%. Największy udział kapitału własnego w majątku ogółem odnotowano w spółce PROJPRZEM SA, w której średnia wartość współczynnika ETA dla badanego okresu wyniosła około 72%. Rozpatrywana relacja miała najmniejsze znaczenie w spółce PEMUG SA. Podkreślić należy, iż w tej spółce, podobnie jak w pięciu pozostałych przedsiębiorstwach (BUDOPOL-WROCŁAW SA, ELKOP SA, ENERGOAPARATURA SA, MOSTOSTAL ZABRZE SA oraz RESBUD SA), na skutek ujemnych wartości kapitału własnego w niektórych okresach badawczych, współczynniki ETA okazały się ujemne. Tego rodzaju sytuacja odnosiła się również do zmian wartości współczynników wspierania finansowego (DE).

Relacja zobowiązań długoterminowych wraz z rezerwami do kapitału własnego wynosiła średnio (poza latami 2003, 2006 i 2007) około 30%. Spółką zadłużającą się w znacznym stopniu okazała się MOSTOSTAL WARSZAWA SA, w której współczynniki kształtowały się średnio na poziomie około 90%. Najmniejszy udział długu wraz z rezerwami w kapitale własnym odnotowano w spółce PROCHEM SA.

Obserwacja zmian wielkości współczynników bieżącej płynności finansowej (CR) pozwala stwierdzić, że spółki w wielu przypadkach nie osiągnęły zestandaryzowanej jego wielkości, tj. od 1,2 do 2. Średnie zaś wartości współczynników CR znalazły się w podanym zakresie. Spółką, która miała największe kłopoty z regulowaniem swoich bieżących zobowiązań w terminie okazała się ULMA SA. W jej przypadku średni współczynnik bieżącej płynności finansowej wynosił ok. 0,89. Z kolei, za nadpłynne finansowo można uznać cztery spółki: ENERGOPOL POŁUDNIE SA, INSTAL KRAKÓW SA, MOSTOSTAL PŁOCK SA oraz PROJPRZEM SA. W tych dwóch ostatnich przedsiębiorstwach wartość aktywów obrotowych przekraczała trzykrotnie wartość bieżących zobowiązań.

### **Wyniki analizy związków kapitału zakładowego ze zmiennymi objaśniającymi jego funkcję gwarancyjną**

Posługując się analizą regresji i współczynnikiem korelacji rang Spearmana w ocenie zależności pomiędzy udziałem kapitału zakładowego w finansowaniu aktywów całkowitych a stopniem ich sfinansowania kapitałem własnym, strukturą kapitału oraz płynnością finansową badanych spółek, przyjęto następujące założenia:

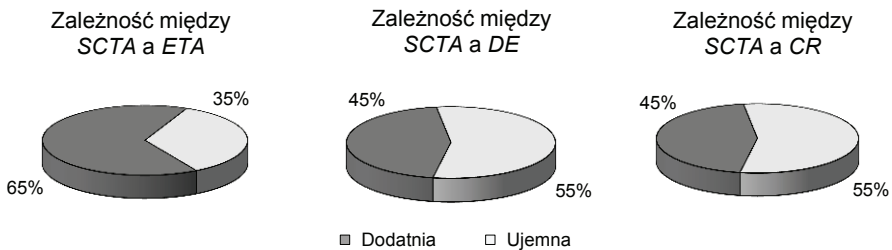
- jeżeli współczynnik jest mniejszy niż 0,2 – to nie ma związku między badanymi zmiennymi,
- jest z przedziału (0,2–0,4) – to zależność jest wyraźna, ale niska,
- z przedziału (0,4–0,7) – zależność umiarkowana,
- z przedziału (0,7–0,9) – zależność znacząca,
- powyżej 0,9 – zależność bardzo silna<sup>25</sup>.

<sup>25</sup> S. Ostasiewicz, Z. Rusnak, U. Siedlecka: *Statystyka. Elementy teorii i zadania*, Wyd. Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2003, s. 311.

Dla zbadania istotności zależności wykorzystana została statystyka  $t^{26}$ .

Przeprowadzone badania empiryczne wykazały, że analizowane spółki charakteryzowały się w badanym dziesięcioleciu znacznym zróżnicowaniem wpływu zmian finansowania majątku całkowitego kapitałem zakładowym na realizację funkcji gwarancyjnej przez ten kapitał na rzecz wierzycieli i właścicieli.

Obliczone współczynniki korelacji rang Spearmana świadczą o istnieniu zarówno pozytywnego, jak i negatywnego charakteru zależności pomiędzy badanymi zmiennymi (zob. rys. 3).



Rysunek 3. Charakter zależności między współczynnikiem SCTA a współczynnikami ETA, DE oraz CR badanych spółek w latach 2002–2011

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

Można zaobserwować, że w 65% spółek pojawiły się dodatnie wartości współczynników korelacji, co świadczy o pozytywnej zależności między współczynnikami finansowania majątku całkowitego kapitałem zakładowym (SCTA) a współczynnikami finansowania majątku całkowitego kapitałem własnym (ETA). W przypadku pozostałych zmiennych dodatnie współczynniki korelacji wystąpiły w 45% badanych jednostek.

Szczegółowa analiza wykazała ponadto, iż w niewielu spółkach obliczone współczynniki korelacji rang wyniosły powyżej 0,7. Wartość ta świadczy o istnieniu silnej bądź znaczącej zależności między badanymi zmiennymi. W większości analizowanych jednostek obliczone współczynniki wskazały jednak na niskie bądź umiarkowane zależności, a nawet na ich brak.

Podkreślić należy, iż w dwóch spółkach (BUDIMEX SA i PROCHEM SA) wystąpiła silna oraz pozytywna zależność między gwarancyjną funkcją kapitału zakładowego a stopniem sfinansowania majątku całkowitego kapitałem własnym (zob. tab. 2).

Ponadto, na podstawie oszacowanych wartości krytycznych  $t_{\alpha}$ , służących do odrzucenia hipotezy zerowej, twierdzącej o braku korelacji między badanymi zmiennymi, okazało się, iż dla omawianych spółek analizowane zależności były istotne statystycznie<sup>27</sup>. Należy

<sup>26</sup> J. Józwiak, J. Podgórski: *Statystyka od podstaw*, PWE, Warszawa 2000, s. 374.

<sup>27</sup> Przy dokonywaniu obliczeń założono poziom istotności 0,05.

zatem stwierdzić, iż w przypadku tych dwóch przywołanych jednostek istnieje faktycznie pozytywna relacja funkcji gwarancyjnej kapitału zakładowego ze stopniem sfinansowania majątku całkowitego kapitałem własnym.

Tabela 2

Współczynniki korelacji rang Spearmana pomiędzy współczynnikami SCTA oraz ETA, DE i CR badanych spółek w latach 2002–2011

Spółki akcyjne	Współczynniki korelacji rang pomiędzy:		
	SCTA a ETA	SCTA a DE	SCTA a CR
Awbud	0,28	-0,36	-0,26
Budimex	<b>0,93</b>	<b>-0,94</b>	<b>-0,92</b>
Budopol-Wrocław	0,37	0,39	<b>0,71</b>
Elektrobudowa	-0,54	0,27	-0,62
Elkop	0,58	-0,35	<b>0,66</b>
Energoaparatura	-0,42	-0,62	-0,38
Energopol Południe	0,25	0,32	0,54
Energomontaż-Południe	0,52	<b>-0,84</b>	-0,24
Instal Kraków	-0,09	-0,50	-0,47
Mostostal-Export	0,53	<b>-0,78</b>	-0,21
Mostostal Płock	0,31	-0,60	0,42
Mostostal Warszawa	-0,03	0,10	-0,31
Mostostal Zabrze	<b>0,81</b>	<b>0,65</b>	<b>0,77</b>
PBG	-0,38	0,30	-0,48
Pemug	<b>0,77</b>	<b>0,81</b>	<b>0,68</b>
Polimex-Mostostal	0,04	-0,31	0,08
Prochem	<b>0,98</b>	0,07	<b>0,88</b>
Projprzem	-0,65	-0,21	<b>-0,83</b>
Resbud	0,31	-0,03	0,33
Ulma	<b>-0,66</b>	0,41	-0,24

W tabeli wyróżniono pogrubioną czcionką istotne statystycznie współczynniki korelacji.

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

Obserwacja obliczonych współczynników korelacji pozwala stwierdzić, iż tylko w jednej spółce (BUDIMEX SA) wystąpiły silne zależności między badanymi relacjami, jednakże ich charakter okazał się zróżnicowany. W analizowanej jednostce ujemne wartości współczynników korelacji odnotowano dla zależności pomiędzy współczynnikami SCTA i DE oraz SCTA i CR.

Wyniki przeprowadzonych badań empirycznych wskazują ponadto, iż w dwóch spółkach (MOSTOSTAL ZABRZE SA oraz PEMUG SA) współczynniki korelacji rang dla wszystkich badanych zależności okazały się istotne statystycznie. Nadto ich wartości potwierdziły istnienie znaczącego pozytywnego wpływu stopnia finansowania majątku całkowitego kapitałem

zakładowym na kształtowanie się współczynników finansowania majątku całkowitego kapitałem własnym, wspierania finansowego oraz bieżącej płynności finansowej.

Można zatem stwierdzić, że analizowane spółki budowlane charakteryzowały się w badanym dziesięcioleciu znacznym zróżnicowaniem zarówno siły, jak i charakteru zależności pomiędzy badanymi zmiennymi. Przeto nie można jednoznacznie stwierdzić, iż wraz ze wzrostem roli i znaczenia kapitału zakładowego w finansowaniu działalności analizowanych przedsiębiorstw następuje zwiększenie gwarancji zabezpieczenia interesów wierzycieli i ewentualnej ochrony interesów właścicieli.

## Literatura

- Czechowska A.: *Kapitalizacja rezerw w spółce akcyjnej*, Dom Wydawniczy Ostoja, Kraków 2000.
- Iekiewicz J.: *Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2004.
- Józwiak J., Podgórski J.: *Statystyka od podstaw*, PWE, Warszawa 2000.
- Kidyba A.: *Kodeks spółek handlowych: objaśnienia*, Wolters Kluwer, Warszawa 2010.
- Koch A., Napierała J.: *Prawo spółek handlowych. Podręcznik akademicki*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- Kosiorkiewicz M.: *Podwyższanie kapitału akcyjnego w publicznych spółkach akcyjnych*, Dom Wydawniczy Ostoja, Kraków 1999.
- Prawo handlowe*, red. Okólski J, Wolters Kluwer, Warszawa 2008.
- Ostasiewicz S., Rusnak Z., Siedlecka U.: *Statystyka. Elementy teorii i zadania*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2003.
- Ostaszewski J., Cicirko T.: *Finanse spółki akcyjnej*, Difin, Warszawa 2005.
- Steffens F.: *Finanzierungsmöglichkeiten für mittelständische Unternehmen am Beispiel der Darlehen der Deutschen Ausgleichsbank*, Grin Verlag, Bremen 2004.
- Tomaszek P., Dobranowski R.: *Zmiany kapitału akcyjnego w spółkach akcyjnych*, Dom Wydawniczy Ostoja, Kraków 1996.
- Wiśniewski A.W.: *Prawo o spółkach – podręcznik praktyczny. Spółka akcyjna*, t.3, Twigger SA, Warszawa 1994.
- Woźniak-Sobczak B.: *Funkcje kapitału w strategicznym zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Karola Adameckiego w Katowicach, Katowice 2005.
- Szumański A.: *Problem funkcji gwarancyjnej kapitału zakładowego spółki kapitałowej*, „PiP” 1997, nr 6.

dr Artur Sajnóg  
Prof. zw. dr hab. Jan Duraj  
Uniwersytet Łódzki  
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny  
Instytut Ekonomik Stosowanych i Informatyki  
Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa

### **Streszczenie**

Podane wybrane poglądy na funkcję gwarancyjną kapitału zakładowego wskazują na imperatyw zapewnienia priorytetu spłaty wierzytelności przez przedsiębiorstwo z posiadanego majątku. Nie wykluczają one potrzeby zabezpieczenia majątkowego interesów właścicieli. To inkluzywne podejście do zarządzania kapitałem zakładowym wskazuje na nałożone przez ustawodawcę obowiązki i sformułowane prawa. Obowiązki te dotyczą m.in. posiadania minimalnej wartości kapitału zakładowego, a prawa odnoszą się do swobody zarządzania tym kapitałem.

Wydaje się, iż zmiany wartości kapitału zakładowego oraz jego udziału w finansowaniu majątku całkowitego powinny być traktowane jako wyraz realizacji funkcji gwarancyjnej tego kapitału, która przejawia się we wpływie owych zmiennych na stopień finansowania majątku całkowitego kapitałem własnym, zadłużenia kapitału własnego oraz płynności finansowej przedsiębiorstwa.

### **THE GUARANTEE FUNCTION OF SHARE CAPITAL IN PUBLIC QUOTED COMPANIES**

#### **Summary**

The selected views on the guarantee function of share capital indicate the imperative of ensuring the repayment of enterprise's debts by its assets. They do not exclude the need of assets security of owners' interests. This inclusive approach to share capital management points to the obligations and rights imposed by the legislature. These obligations concern such things as: holding a minimum level of share capital, and the rights concern freedom of the capital management.

It seems that the change in share capital value and its participation in total assets financing should be treated as an expression of the realization of the share capital's guarantee function, which is evident in the impact of these variables on total asset to equity ratio, debt to equity ratio and financial liquidity of enterprise.