

*Artur Sajnog*<sup>\*</sup>

## **FUNKCJE I CELE PODWYŻSZANIA KAPITAŁU ZAKŁADOWEGO W SPÓŁKACH AKCYJNYCH**

### **1. WSTĘP**

W ostatnich latach można zaobserwować zwiększanie się liczby spółek akcyjnych, których znaczna część jest dopuszczona do publicznego obrotu na rynku kapitałowym. Obecność spółki na giełdzie daje szereg możliwości zdobycia znacznych środków od inwestorów, tym samym spółki akcyjne korzystają z instytucji podwyższenia kapitału zakładowego. Procedura podwyższania kapitału zakładowego jest dość skomplikowana ze względu na dostosowanie się do szeregu regulacji prawnych. Wielość uwarunkowań prawnych zmusza niejednokrotnie spółki chcące powiększyć swój kapitał podstawowy do wyborów między finansowaniem własnym wewnętrznym (samofinansowanie) bądź zewnętrznym a czasem nawet między finansowaniem własnym a obcym.

Kształtowanie kapitału zakładowego następuje w głównej mierze w sposób obligatoryjny na skutek różnych unormowań prawnych. Na wielkość tego kapitału wpływa także wiele czynników, które wiążą się z efektywnością pozyskiwania kapitału na zewnątrz przedsiębiorstwa, m.in. poprzez emisję dodatkowych akcji. W procesie podwyższania kapitału zakładowego znajdują odzwierciedlenie określone strategie spółek akcyjnych, które skupiać się powinny nie tylko na wzmocnieniu funkcji kapitału zakładowego o charakterze prawnym, ale przede wszystkim o charakterze ekonomicznym.

Zasadniczym celem opracowania jest ocena realizacji strategii finansowania przedsiębiorstwa w postaci podwyższania kapitału zakładowego na podstawie analizy wybranych publicznych spółek giełdowych, notowanych na GPW w Warszawie. W realizacji podjętego celu zawarte jest założenie o wiodącym znaczeniu funkcji ekonomicznych, jakie pełni podwyższony kapitał zakładowy. Badania empiryczne zostały poprzedzone wnikliwą analizą literatury przedmiotu w zakresie celów oraz funkcji podwyższania owego kapitału w polskich spółkach akcyjnych.

---

<sup>\*</sup> Dr, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 90-214, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41.

## 2. PODWYŻSZANIE KAPITAŁU WŁASNEGO W SPÓŁCE AKCYJNEJ

Wielość form organizacyjno-prawnych przedsiębiorstw, sposobów pozyskiwania i alokowania kapitału niezbędnego do prowadzenia działalności, jak również zróżnicowane wymogi odnośnie tworzenia rezerw bądź podziału zysku netto powodują, że nie można jednoznacznie zdefiniować pojęcia podwyższania kapitału własnego przedsiębiorstwa.

Pewną własnością kapitału własnego jest jego ograniczony zasób<sup>1</sup>. Można zatem ogólnie stwierdzić, że podwyższanie kapitału własnego przedsiębiorstwa oznacza zwiększenie jego bazy kapitałowej. Definicja ta jest jednak dość nieprecyzyjna, gdyż nie uwzględnia różnych źródeł finansowania (m. in. własnych bądź obcych).

W literaturze przedmiotu pojęcie podwyższania kapitału własnego utożsamiane jest z dopływem środków do przedsiębiorstwa ze źródeł zewnętrznych oraz na skutek zatrzymywania zysku<sup>2</sup>. Najczęściej pojęcie to odnoszone jest wyłącznie do spółek kapitałowych (spółki akcyjnej oraz spółki z ograniczoną odpowiedzialnością), rzadko natomiast omawia się tę kwestię w odniesieniu do innych form organizacyjno-prawnych. Ogólnie rzecz ujmując, podwyższanie kapitału własnego spółki akcyjnej odnieść można w szerokim znaczeniu do zwiększania wartości jego elementów składowych.

Kapitał własny przedsiębiorstwa innego niż banki i zakłady ubezpieczeń, zgodnie z ustawą o rachunkowości<sup>3</sup>, obejmuje składniki prezentowane w ujęciu syntetycznym wśród pasywów w bilansie, tj. kapitał podstawowy, należne wpłaty na kapitał podstawowy, akcje własne, kapitał zapasowy, kapitał z aktualizacji wyceny, pozostałe kapitały rezerwowe, zysk (strata) z lat ubiegłych, zysk (strata) netto oraz odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego. Generalnie można jednak powiedzieć, że kapitał własny spółki akcyjnej obejmuje z reguły: kapitał zakładowy, kapitał zapasowy, inne rezerwy oraz niepodzielony zysk<sup>4</sup>.

Mówiąc o procesie podwyższania kapitału własnego spółki akcyjnej, warto wskazać, że niektóre jego składniki mają charakter obligatoryjny, zaś część kapitałów tworzona jest wyłącznie dobrowolnie.

Kapitał zakładowy spółki akcyjnej, który jest podstawą jej działalności, musi być kwotowo oznaczony w statucie i ma w pełni charakter obowiązkowy. Może zostać powiększony na podstawie uchwały walnego zgromadzenia akcjo-

<sup>1</sup> J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Wydawnictwo SGH, Warszawa 2008, s. 14.

<sup>2</sup> J. Ickiewicz, *Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2004, s. 94.

<sup>3</sup> *Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r.* [UoR], DzU 1994, nr 121, poz. 591 z późn. zm.

<sup>4</sup> J. Ickiewicz, *op. cit.*, s. 74.

nariuszy, w drodze zmiany statutu bądź decyzją zarządu spółki na mocy upoważnienia wyrażonego w statucie.

Charakter przymusowy ma również część kapitału zapasowego spółki akcyjnej. Zgodnie z art. 396 K.s.h.<sup>5</sup> ma ona 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. Oprócz tego na kapitał zapasowy trzeba odprowadzać nadwyżki ceny sprzedaży akcji nad ich wartością nominalną, które pozostają po pokryciu kosztów emisji. Pojawia się wówczas tzw. *agio* (nadwyżka ceny sprzedaży akcji ponad ich wartość nominalną), które stanowi składnik kapitału zapasowego.

Odpisy na kapitał zapasowy spółki akcyjnej mogą mieć też charakter fakultatywny, tym samym mogą być powiększane dobrowolnie w kwocie większej aniżeli wskazane w K.s.h. minimum. Postanowić można o tym w statucie spółki bądź na podstawie uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy. Źródłem powiększania kapitału zapasowego są również dopłaty akcjonariuszy, które uiszczają za przyznanie dodatkowych uprawnień akcjom lub dopłaty bez podwyższania kapitału zakładowego.

Powiększenie kapitału własnego odbywa się także na skutek ewidencjonowania operacji gospodarczych wynikających ze zmiany wartości składników majątkowych<sup>6</sup>. Zgodnie z art. 31 UoR różnicę wynikającą z aktualizacji wyceny środków trwałych należy odnosić najpierw na kapitał z aktualizacji wyceny, a następnie na kapitał zapasowy.

Elementem o charakterze dobrowolnym, który powiększa kapitał własny spółki akcyjnej, jest także kapitał rezerwowy. Tworzony jest zazwyczaj z wypracowanego zysku w danym roku obrotowym. Środki te gromadzone są zwykle na poczet zabezpieczenia ewentualnych strat finansowych oraz nieprzewidzianych wydatków na działalność objętą dużym ryzykiem. Mogą być one zapisane w statucie spółki (statutowe) bądź mieć charakter dobrowolny (decyzja walnego zgromadzenia akcjonariuszy). Pozostałe kapitały rezerwowe obejmują inne tytuły kapitałowe tworzone zgodnie ze statutem danej spółki<sup>7</sup>.

Ważnym elementem kapitału własnego spółki akcyjnej jest także wypracowany zysk. Ściśle chodzi o zysk niepodzielony, który stanowi tę część zysku netto, która nie została przeznaczona na wypłatę dywidendy akcjonariuszom czy też na odpisy z zysku netto o charakterze przymusowym bądź fakultatywnym. Środki te stanowią więc zysk zatrzymany, który jest jednym z głównych źródeł zwiększania wartości kapitału własnego. Kapitalizacja zysku netto (zatrzymy-

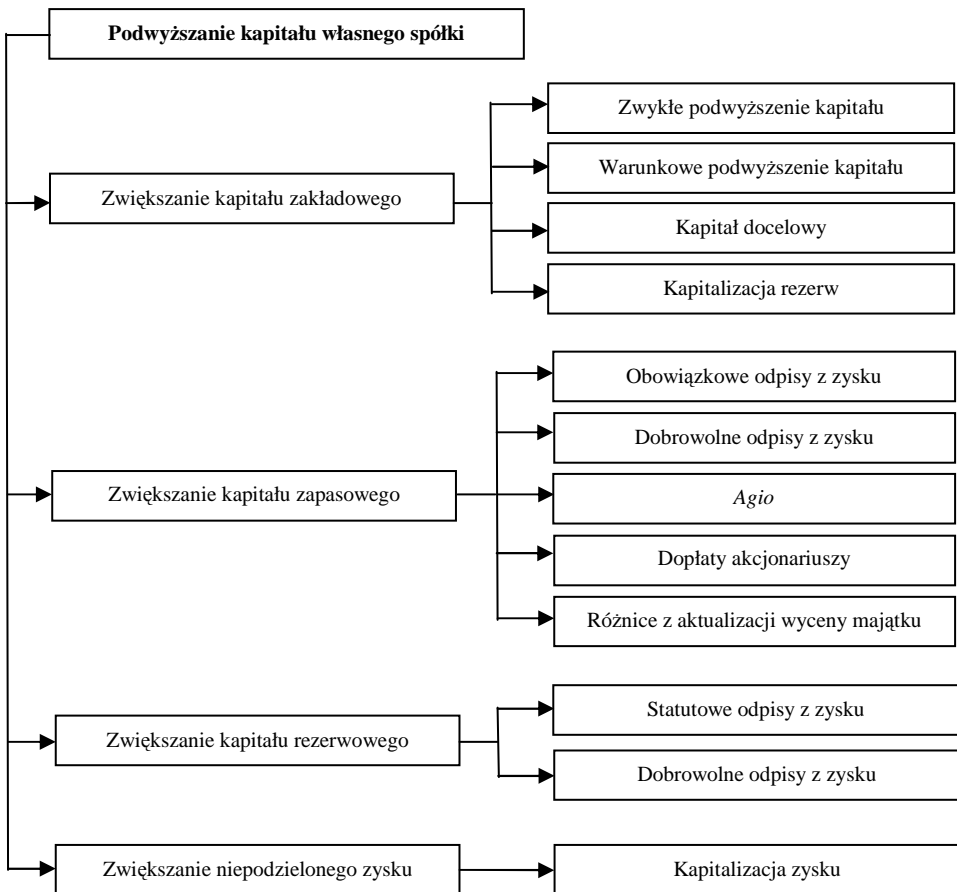
<sup>5</sup> Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych [K.s.h.], DzU 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm.

<sup>6</sup> H. Zalewski, *Finanse firmy w spółkach i innych podmiotach gospodarczych*, Wydawnictwo Ośrodka Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2000, s. 248.

<sup>7</sup> M. Gmytrasiewicz, A. Karmańska, *Rachunkowość finansowa*, Difin, Warszawa 2002, s. 491.

wanie zysku) stanowi obok amortyzacji bardzo ważne wewnętrzne źródło finansowania działalności spółek.

Podsumowując, podwyższenie kapitału własnego spółki akcyjnej wiąże się bezpośrednio ze zwiększaniem wartości kapitału zakładowego, zapasowego, rezerwowego bądź zysków niepodzielonych (zob. rys. 1).



Rys. 1. Podwyższenie kapitału własnego spółki akcyjnej

Źródło: opracowanie własne na podstawie: G. Eilenberger, *Betriebliche Finanzwirtschaft*, 7. Auflage, Oldenburg Wissenschaftsverlag GmbH, München 2003, s. 13.

W literaturze przyjmuje się ogólnie, że zwiększenie kapitału własnego może nastąpić na skutek:

- a) powiększenia kapitału zakładowego,
- b) sprzedaży akcji z nowej emisji powyżej wartości nominalnej,
- c) zatrzymania zysku netto,

- d) dopłat akcjonariuszy,  
e) aktualizacji i wyceny majątku trwałego<sup>8</sup>.

Można spotkać się także z dość wąskim pojęciem podwyższania kapitału własnego przedsiębiorstwa, które oznacza wyłącznie zwiększanie jego kapitału podstawowego (zakładowego)<sup>9</sup>. Sytuacja ta wynika ze znaczącej roli spółek akcyjnych w gospodarce rynkowej i ich cech charakterystycznych, które dotyczą przede wszystkim możliwości pozyskiwania kapitału na rynku. Zasadne wydaje się zatem, w przypadku analizy podwyższania kapitału własnego spółek giełdowych, skupienie głównej uwagi wyłącznie na sposobach podwyższania kapitału zakładowego.

### 3. FUNKCJE PODWYŻSZONEGO KAPITAŁU ZAKŁADOWEGO SPÓŁKI AKCYJNEJ

Podwyższony kapitał zakładowy spółki akcyjnej może pełnić wiele funkcji, które wynikają zarówno z ogólnych funkcji pełnionych przez kapitał zakładowy, jak i tych, które dotyczyć mogą kwestii powiększania lub podtrzymywania działalności gospodarczej spółki.

Tabela 1

Klasyfikacja funkcji podwyższonego kapitału zakładowego

Podstawowe funkcje kapitału zakładowego			Dodatkowe funkcje podwyższonego kapitału zakładowego
Prawna	Gwarancyjna	Ekonomiczna	Rozwojowa
			Restrukturyzacyjna
			Stymulacyjna
			Kredytowo-pożyczkowa
			Stabilizacyjna
			Marketingowa

Źródło: opracowanie własne na podstawie: M. Kosiorkiewicz, *Podwyższanie kapitału akcyjnego w publicznych spółkach akcyjnych*, Dom Wydawniczy Ostoja, Kraków 1999, s. 26–38.

Odnosząc się do tych pierwszych, warto wskazać, iż podwyższony kapitał zakładowy wzmacnia przede wszystkim funkcje pełnione generalnie przez kapitał zakładowy, wśród których można wymienić: funkcję prawną, ekonomiczną

<sup>8</sup> J. Ickiewicz, *op. cit.*, s. 77.

<sup>9</sup> G. Wöhe, J. Bilstein, D. Ernst, J. Häcker, *Grundzüge der Unternehmensfinanzierung*, 10. Auflage, Vahlen Verlag, München 2011, s. 49.

(gospodarczą) oraz gwarancyjną<sup>10</sup>. Ponadto podwyższony kapitał zakładowy może pełnić inne, dodatkowe funkcje (zob. tab. 1).

Kapitał zakładowy spółki akcyjnej jest niewątpliwie kategorią prawną. Spółka akcyjna uzyskuje bowiem osobowość prawną na skutek wpisania kapitału zakładowego do rejestru przedsiębiorców w sądzie rejestrowym właściwym ze względu na siedzibę spółki. Funkcja prawna kapitału zakładowego wyraża się także tym, iż kapitał ten jest podstawą prawną uczestnictwa akcjonariuszy w spółce (prawo głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, prawo poboru akcji przy podwyższaniu kapitału spółki, prawo do wypłaty dywidendy, prawo do udziału w majątku w momencie likwidacji spółki)<sup>11</sup>. Ponadto kluczowym jest także oznaczenie w statucie spółki wysokości kapitału zakładowego. Kapitał zakładowy w spółce akcyjnej odzwierciedla nominalną wartość akcji i dzieli się na akcje o równej wartości nominalnej<sup>12</sup>. Wartość nominalna jednej akcji nie może być niższa niż 1 grosz i musi być równa dla wszystkich akcji. Kapitał zakładowy spółki powinien wynosić co najmniej 100.000 złotych. Przepisy prawa określają zatem próg minimalny kapitału zakładowego spółki akcyjnej.

Podwyższanie minimalnej wysokości kapitału zakładowego może być uzasadnione wzmocnieniem przez ustawodawcę funkcji ekonomicznej tego kapitału. Jest to uargumentowane tym, iż w niektórych branżach (np. bankowości) ze względu na dość długi okres fazy wprowadzania produktów i usług na rynek możliwości generowania dodatnich wyników finansowych już od momentu rozpoczęcia działalności bywają ograniczone.

Mimo, iż ustawodawca nie określa w żadnym przypadku maksymalnej wysokości kapitału zakładowego w spółce, jednakże z ekonomicznego punktu widzenia ta wielkość powinna wynikać z planu finansowego spółki. Z niego bowiem powinna płynąć informacja na temat optymalnej ilości środków pieniężnych niezbędnych do prowadzenia działalności w taki sposób, aby była ona zyskowna dla spółki. W polskim prawie wymaga się zatem, aby kapitał zakładowy spełniał funkcję prawną, nie respektuje się jednak pełnienia przez niego funkcji ekonomicznej.

Kapitał zakładowy spółki jako kategoria ekonomiczna utożsamiany jest najczęściej z wielkością aktywów, jakie dana spółka posiada w momencie jej utworzenia. W momencie powołania spółki akcyjnej kapitał zakładowy może być równy aktywom, wyższy od nich bądź niższy. Kapitał zakładowy będzie równy majątkowi całkowitemu wówczas, gdy cena emisyjna akcji będzie równa ich cenie nominalnej, a wartość nominalna akcji wydanych za aport będzie odpowiadać prawidłowo oszacowanej wartości w postaci rzeczowej. Różnice zaś

<sup>10</sup> J. Ostaszewski, T. Cicirko, *Finanse spółki akcyjnej*, Difin, Warszawa 2005, s. 93; J. Ickiewicz, *op. cit.*, s. 42–44; B. Woźniak-Sobczak, *Funkcje kapitału w strategicznym zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2005, s. 2–35.

<sup>11</sup> J. Ostaszewski, T. Cicirko, *op. cit.*, s. 93.

<sup>12</sup> Zasady tworzenia i funkcjonowania spółki akcyjnej regulują art. 301–490 K.s.h.

między kapitałem zakładowym i majątkiem w okresie tworzenia spółki wynikać mogą z tego, że cena emisyjna akcji jest podwyższona o *agio* bądź za nisko lub za wysoko oszacowano wartość aportu. Jeżeli akcje sprzedawane są z *agio*, czyli powyżej wartości nominalnej akcji, to kapitał zakładowy będzie niższy od majątku spółki.

Kapitał zakładowy spółki w stosunku do rozmiarów jej działalności może być zbyt niski, co powoduje jej niedokapitalizowanie. Sytuacja taka może być niekiedy korzystna dla akcjonariuszy, którzy nie angażują znacznych środków własnych, zaś czerpią zyski ze spółki finansowej po części kapitałami obcymi, co równocześnie zwiększa koszty działalności. Dlatego na niedokapitalizowaniu spółki akcyjnej mogą ucierpieć jej wierzyciele, gdyż kapitał zakładowy nie spełnia wówczas w pełni swej funkcji gwarancyjnej<sup>13</sup>.

Funkcja gwarancyjna kapitału zakładowego polega głównie na tym, iż środki zgromadzone przez spółkę w takiej formie zapewniają po pierwsze płynność finansową, po drugie zaś są pewnego rodzaju gwarancją dla wierzycieli. Z racji tego, iż wielkość kapitału zakładowego jest chroniona prawnie, stanowi ona zabezpieczenie dla podmiotów udzielających kredytów i pożyczek nawet w warunkach nadmiernego ryzyka. Ta gwarancja powoduje, że ewentualne roszczenia wierzycieli są rozpatrywane przed roszczeniami akcjonariuszy. Właśnie 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>14</sup>. Zgodnie z art. 462 K.s.h. w okresie likwidacji spółki nie można, nawet częściowo, wypłacać akcjonariuszom zysków ani dokonywać podziału majątku spółki przed spłaceniem wszystkich zobowiązań wobec wierzycieli.

Wierzyciele przedsiębiorstwa stanowią bardzo ważną grupę interesariuszy, która jest bardziej uprzywilejowana niż jego właściciele. Poza tym wierzycielom mogą być przyznane szczególne uprawnienia względem przedsiębiorstwa, np. prawo do wglądu w jego sytuację finansową, a w skrajnych przypadkach nawet prawo do oddelegowania osób do kierowania przedsiębiorstwem bądź jego kontroli<sup>15</sup>.

Funkcja gwarancyjna podwyższonego kapitału zakładowego wynika także z przepisów prawa regulujących nienaruszalność tego kapitału, w szczególności zasad jego obniżania. Jak wynika z K.s.h.<sup>16</sup> kapitał zakładowy obniża się w drodze zmiany statutu, przez zmniejszenie wartości nominalnej akcji, połączenie

<sup>13</sup> M. Kosiorkiewicz, *Podwyższanie kapitału akcyjnego w publicznych spółkach akcyjnych*, Dom Wydawniczy Ostoja, Kraków 1999, s. 34.

<sup>14</sup> F. Steffens, *Finanzierungsmöglichkeiten für mittelständische Unternehmen am Beispiel der Darlehen der Deutschen Ausgleichsbank*, Grin Verlag, Bremen 2004, s. 5.

<sup>15</sup> H. Vormbaum, *Finanzierung der Betriebe*, 9. Auflage, Gabler Verlag, Wiesbaden 1995, s. 36.

<sup>16</sup> Patrz rozdział 6 K.s.h.

akcji lub przez umorzenie części akcji oraz w przypadku podziału przez wydzielenie.

Kapitał zakładowy jest zaangażowany w funkcjonowanie przedsiębiorstwa długoterminowo. Wskazać można, iż jego zadaniem jest także zapewnienie spółce ciągłości czy równomierności działania. Ponadto cechą charakterystyczną kapitału zakładowego jest nieokreślony czas angażowania środków, tym samym stanowi on najbardziej stabilne źródło finansowania działalności spółki. Kapitał ten pozwala niejednokrotnie na poprawę płynności finansowej i terminowe regulowanie długu. Obligatoryjne odprowadzanie kwot na poczet kapitału zapasowego czy dobrowolne odpisy na kapitał rezerwowy służą przede wszystkim pokryciu strat bilansowych.

Oprócz funkcji prawnej, ekonomicznej i gwarancyjnej w literaturze przedmiotu wskazuje się także na inne funkcje, jakie może pełnić podwyższony kapitał zakładowy, tj.<sup>17</sup>:

a) funkcję rozwojową – gdyż powiększenie kapitału kojarzone jest ze zwiększeniem rozmiarów działalności spółki (zakresu produkcji, wielkości sprzedaży, zakresu świadczenia usług itd.), a jednocześnie z szerszymi możliwościami inwestycyjnymi. Spółka dzięki podwyższeniu kapitału zakładowego może dokonywać inwestycji restytucyjnych (odtworzenie środków trwałych), jak również inwestycji netto (przyrost środków trwałych), uzyskując w ten sposób zasoby kapitałowe. Pozwala też spółce osiągać dostęp do różnego rodzaju technologii, patentów, *know-how*, a tym samym może powodować zwiększenie efektywności działania przedsiębiorstwa, które mogą się przyczynić do rozwoju spółki i polepszenia jej pozycji konkurencyjnej na rynku;

b) funkcję restrukturyzacyjną – wynikającą z konieczności dostosowania rozmiarów i sposobów prowadzenia działalności spółki do aktualnych potrzeb rynkowych, wymogów konkurencji czy też przepisów prawa. Ponadto podwyższony kapitał zakładowy stanowiący znaczny dopływ środków finansowych może przyczyniać się np. do modernizacji produkcji, technologii czy też zreformowania metod zarządzania. Potrzeba podwyższenia kapitału zakładowego nabiera szczególnego znaczenia w spółkach, które chcą się stać publicznymi, gdyż regulamin GPW określa wprost wielkość kapitału, aby dopuścić je do obrotu publicznego;

c) funkcję stymulującą – wyrażającą się m. in. w tym, iż podwyższony kapitał zakładowy niekiedy zachęca różne podmioty do współpracy z daną spółką. Sytuacja taka w szczególności dotyczy kontrahentów, którzy zwracają uwagę na kwestie wzmocnienia roli gwarancyjnej środków wniesionych do spółki. Ponadto podwyższony kapitał zakładowy świadczący o wzmoczeniu spółki w oczach kluczowych konkurentów może pobudzać ich do podejmowania działań reorganizacyjnych w celu dopasowania się do nowej sytuacji rynkowej;

---

<sup>17</sup> Por. M. Kosiorkiewicz, *op. cit.*, s. 36–37.



d) funkcję kredytowo-pożyczkową – wynikającą z tego, iż podwyższony kapitał zakładowy pozwala na zwiększenie zdolności kredytowej spółki, możliwości zabezpieczenia kredytu czy poprawę wiarygodności finansowej. Im wyższy jest kapitał zakładowy, tym większe możliwości kredytowania i korzystniejsze warunki do pozyskania obcych środków na finansowanie działań rozwojowych w wyższej kwocie i na dłuższy okres. Warto podkreślić, że banki oceniając zdolność kredytową spółki żądają zwykle wyceny jej majątku całkowitego, jednakże takie działanie jest efektem wymogów dodatkowych zabezpieczeń ponad wysokość kapitału zakładowego. Natomiast stopień kredytowania spółki będzie zawsze zależał w pewnej proporcji od wysokości kapitału zakładowego;

e) funkcję stabilizującą – gdyż w przypadku spółek publicznych dodatkowe źródło kapitału może znaleźć swe uzasadnienie w chęci podtrzymywania obecnej sytuacji przedsiębiorstwa (przetrwanie na rynku kapitałowym) i zapobieganiu powstawaniu dalszych kosztów. Spółka może mieć różnego rodzaju trudności i problemy finansowe, zaś kapitał zakładowy może umożliwić podtrzymanie działalności przez pokrycie strat. Podtrzymywanie prowadzonej działalności spółki w zakresie w jakim jej wizerunek jest dobry może służyć pewnego rodzaju stabilizacji na rynku. Funkcja stabilizacyjna podwyższonego kapitału zakładowego staje się ważna w szczególności w odniesieniu do art. 223 K.s.h., który określa, iż w momencie gdy bilans sporządzony przez zarząd wykaże stratę przewyższającą sumę kapitałów zapasowego i rezerwowych oraz połowę kapitału zakładowego, zarząd jest obowiązany niezwłocznie zwołać zgromadzenie wspólników w celu powzięcia uchwały dotyczącej dalszego istnienia spółki;

f) funkcję marketingową – łączącą w pewnym sensie funkcję gwarancyjną i stymulującą, gdyż dzięki podwyższonemu kapitałowi zakładowemu spółka staje się bardziej powszechna, rozpoznawalna, a co ważne uznawana na rynku przez różne grupy interesariuszy. Ponadto zwiększanie kapitału zakładowego powoduje zakwalifikowanie spółki do grupy większych przedsiębiorstw na rynku, których listy niejednokrotnie są publikowane w uznanych czasopismach. Dla przykładu w rankingu „Polityki” z 2011 r. można znaleźć takie kategorie, jak: 100 największych spółek z branży finansowej, 50 najbardziej zyskowych przedsiębiorstw, 100 największych eksporterów, 50 największych spółek giełdowych<sup>18</sup>.

Podkreślić należy, że poszczególne funkcje podwyższonego kapitału wiążą się ze sobą w sposób bezpośredni bądź pośredni, a ponadto są uzależnione od celów przeprowadzania procesu podwyższania kapitału przez spółkę akcyjną.

<sup>18</sup> <http://www.lista500.polityka.pl>. Podobne rankingi przedsiębiorstw publikuje m. in. „Forbes” (np. największe firmy świata 2012: Global 2000), „Rzeczpospolita” (np. ranking 500 największych polskich przedsiębiorstw), „Newsweek” (np. ranking 100 najcenniejszych firm newsweeka 2012) czy „Wprost” (np. ranking najbogatszych organizacji świata – liga globalna).

#### 4. CELE PODWYŻSZANIA KAPITAŁU ZAKŁADOWEGO SPÓŁEK

Podwyższenie kapitału zakładowego jest przeprowadzane zawsze w celu wywołania określonych skutków. Oczywistym staje się więc powiązanie przyczyn zwiększania kapitału zakładowego z funkcjami, jakie on pełni. Mimo, iż można odnieść się do celów prawnych, ekonomicznych bądź gwarancyjnych podwyższania kapitału zakładowego, jednakże między nimi istnieje dość płynna granica. Z tego względu trudnym, a niekiedy nawet niemożliwym, staje się zakwalifikowanie określonych przyczyn do jednoznacznej kategorii. Przyczyny prawne mogą być zdeterminowane przyczynami ekonomicznymi i odwrotnie, z kolei obydwie te kategorie łączyć się mogą z celami gwarancyjnymi, m. in. w postaci wzrostu ochronnej bazy kapitałowej dla wierzycieli.

Nie ulega wątpliwości, iż prawne przyczyny podwyższania kapitału są bezpośrednio związane z wymogami przepisów prawa. Wskazać należy przede wszystkim na wymagania ustawodawcy, jakie należy spełnić by założyć spółkę akcyjną. Jeżeli spółka istniejąca na rynku zamierza rozpocząć określoną działalność (np. jako bank bądź towarzystwo funduszy inwestycyjnych) zmuszona jest wnieść dodatkowy kapitał, który jest wyższy niż określony w K.s.h.

Przyczyny prawne podwyższenia kapitału zakładowego występują w sytuacji, gdy spółka z ograniczoną odpowiedzialnością zamierza przekształcić się w spółkę akcyjną. Istnieje bowiem znacząca różnica pomiędzy wymaganym minimalnym wkładem do założenia tych spółek (kapitał zakładowy spółki z o.o. wynosi co najmniej 5.000 zł). Przyczyny prawne będą występowały także w momencie powzięcia decyzji o fuzji czy przejęciu spółek. Zgodnie z art. 515 K.s.h. połączenie spółek kapitałowych może być przeprowadzone bez podwyższenia kapitału zakładowego, jeżeli spółka przejmująca ma udziały lub akcje spółki przejmowanej albo w innych uzasadnionych przypadkach.

Cele ekonomiczne podwyższania kapitału zakładowego skoncentrowane są najczęściej wokół wymagań otoczenia rynkowego danej spółki. W momencie podejmowania decyzji o założeniu spółki akcyjnej pojawiają się niejednokrotnie dylematy dotyczące optymalnej wielkości kapitału zakładowego dostosowanego do profilu, charakteru czy rozmiaru działalności danej spółki. Ponadto w obecnej sytuacji polskiego rynku, której towarzyszy napływ inwestorów strategicznych dysponujących znacznym kapitałem, spółki bardzo często są niedokapitalizowane, co utrudnia im efektywne funkcjonowanie na rynku<sup>19</sup>. Pojawia się więc potrzeba restrukturyzacji, która staje się możliwa dzięki większym zasobom kapitałowym. Z drugiej jednak strony podwyższenie kapitału zakładowego dzięki inwestorowi strategicznemu będzie powodowało, iż dawca znacznego kapitału

<sup>19</sup> A. Szumański, *Dokapitalizowanie spółki kapitałowej, a ochrona przed jej przejęciem*, PPH 1997, nr 9, s. 12.

chcący dokapitalizować spółkę będzie wymagał pakietu większościowej akcji by przejąć nad nią kontrolę.

Za jedną z głównych przyczyn ekonomicznych podwyższania kapitału zakładowego w trakcie działalności spółki można uznać ogólnie pojęty rozwój przedsiębiorstwa, kojarzony niejednokrotnie ze zwiększeniem rozmiarów jego działalności. Głównie chodzi tu o działalność inwestycyjną, która określa permanentny proces podejmowany nie tylko w celu utworzenia przedsiębiorstwa i uruchomienia procesu produkcyjnego, ale również w celu utrzymania i powiększania rzeczowych składników majątku oraz poprawy ich parametrów jakościowych<sup>20</sup>. Tego typu działania przyczynić się mogą w dalszej kolejności do osiągania lepszej efektywności spółki, a w końcowym efekcie do generowania wyższych zysków, które mogą być reinwestowane bądź wypłacone akcjonariuszom w postaci dywidendy.

Podwyższenie kapitału zakładowego w spółce akcyjnej może wiązać się także z chęcią przeprowadzenia konwersji wierzytelności na akcje, tzn. przeprowadzenia emisji akcji w celu ich wydania wierzycielom. Dzięki temu spółka nie tylko wzmocni swoją wiarygodność, ale przede wszystkim poprawi efektywność. Zamiana długu na kapitał własny przyczynia się bowiem do spadku stóp zadłużenia przedsiębiorstwa a ponadto do wzrostu płynności finansowej. Ta przyczyna podwyższania kapitału zakładowego nabiera szczególnego znaczenia w trudnej sytuacji finansowej spółki, która boryka się ze spłatą zadłużenia bądź jest na skraju bankructwa. Zwrot długu wierzycielom w postaci akcji może przyczynić się do pewnej stabilizacji spółki. Podobnie każda inna forma podwyższenia kapitału zakładowego pozwoli w takiej sytuacji na odzyskanie równowagi finansowej czy nawet utrzymanie się na rynku.

Przyczyną zwiększenia kapitału zakładowego może być także chęć polepszenia zdolności kredytowej spółki. Kapitał zakładowy spełnia bowiem funkcję gwarancyjną, ochronną dla wierzycieli spółki.

Podsumowując, podwyższy kapitał zakładowy może realizować różne cele, m. in.<sup>21</sup>:

- 1) wzrost bazy gwarancyjnej i większa wiarygodność kredytowa (wpływ na zdolność kredytową),
- 2) wzrost płynności finansowej przedsiębiorstwa (źródło spłaty zadłużenia),
- 3) środki na finansowanie rozwoju przedsiębiorstw i inwestycji (rozszerzenie działalności firmy, modernizacja, zwiększenie mocy produkcyjnych, finansowanie nowoczesnych rozwiązań technologicznych itp.),
- 4) większa wydajność kapitału,

<sup>20</sup> M. Wypych (red.), *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, Wydawnictwo Absolwent, Łódź 1998, s. 15–16.

<sup>21</sup> Por. J. Ickiewicz, *Strategia finansowania przedsiębiorstwa*, Poltext, Warszawa 1996, s. 66; E. Ludwig, J. Präsch, U. Schikorra, *Finanz-Management*, 3. Auflage, Springer Verlag, München 2007, s. 57.

5) podjęcie działań reorganizacyjnych, racjonalizatorskich, których efektem powinny być obniżenie kosztów, wzrost wydajności pracy i finalnie poprawa rentowności czy efektywności,

6) realizacja przewidywań dotyczących zmian w procesie produkcji itp.,

7) zmiana struktury kapitału w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa (np. podwyższanie kapitału zakładowego dla dokonania zamiany długu w postaci obligacji na akcje),

8) realizacja określonego wcześniej prawa do nabycia akcji pracowniczych,

9) realizacja procesów fuzji, konsolidacji czy przejęcia innego przedsiębiorstwa,

10) chęć wejścia na giełdę,

11) dążenie do zmian struktury kapitału dla uzyskania optymalnej stopy zwrotu,

12) wymogi formalne, czyli realizacja zapisów statutowych spółki.

Sukces realizacji powyższych celów podwyższania kapitału zakładowego zależy w głównej mierze od odpowiedzi na kluczowe pytanie, jaka wysokość kapitału zakładowego jest dla danej spółki najbardziej optymalna? Należy bowiem rozsądnie zaplanować proces zwiększania tego kapitału, by nie powodował wyłącznie negatywnego efektu rozwodnienia. W szczególności warto zwrócić uwagę na takie kwestie, jak<sup>22</sup>:

a) ustalenie niezbędnego zapotrzebowania na kapitał,

b) analiza opłacalności finansowania działalności kapitałem własnym i obcym, krótko- i długoterminowym,

c) wybór właściwego terminu przeprowadzenia podwyższenia kapitału,

d) analiza sytuacji na rynku kapitałowym, wskaźników rynkowych,

e) ocena możliwości uplasowania emisji akcji,

f) obserwacja nastrojów na rynku,

g) ocena atrakcyjności emisji akcji dla potencjalnych inwestorów itd.

## 5. WYNIKI BADAŃ EMPIRYCZNYCH

Dla potrzeb analizy celów i funkcji podwyższania kapitału zakładowego w spółkach akcyjnych badaniami empirycznymi został objęty sektor budownictwo<sup>23</sup>, w którym odnotowano największą liczbę spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2002–2011. Spośród 39 spółek zakwalifikowanych do tej branży, wyodrębnione zostały wyłącznie te, w których dane liczbowe były do-

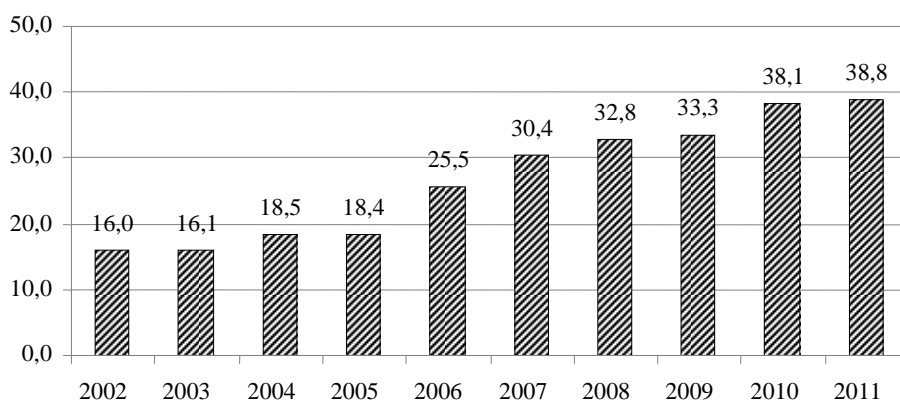
<sup>22</sup> *Ibidem.*

<sup>23</sup> Podział został zaczerpnięty z bazy danych *Notoria Serwis SA* (<http://ir.notoria.pl>) oraz Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (<http://www.gpw.pl>; <http://www.gpwinfostrafa.pl>).

stępne za cały badany dziesięcioletni okres. Ostatecznie szczegółowej analizie procesu podwyższania kapitału zakładowego poddano 14 spółek budowlanych.

Badania empiryczne zostały oparte na sprawozdaniach finansowych prezentowanych przez *Notoria Serwis SA*, danych pochodzących ze stron internetowych spółek oraz portali giełdowych, w szczególności *GPWInfoStrefy*<sup>24</sup>.

Oceniając cele i funkcje podwyższonego kapitału zakładowego, warto zwrócić uwagę na kształtowanie się jego wielkości w analizowanych spółkach. Na podstawie wyników badań empirycznych można stwierdzić, iż generalnie w badanym dziesięcioleciu średnia wartość księgowa kapitału zakładowego badanych jednostek wykazała tendencję rosnącą – od 16 mln zł w 2002 r. do blisko 42 mln zł w ostatnim badanym okresie (zob. rys. 2).



Rys. 2. Średnie wartości kapitału zakładowego w badanych spółkach w latach 2002–2011 (dane w mln zł)

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

Szczegółowa analiza sprawozdań finansowych badanych spółek budowlanych wskazała jednakże, iż nie wszystkie jednostki decydowały się w ogóle na jakiegokolwiek zmiany w wielkości kapitału zakładowego (zob. tab. 2).

Taką neutralną strategię kształtowania kapitału zakładowego stosowały spółki: *Budimex SA*, *Instal Kraków SA*, *Mostostal Płock SA*, *Resbud SA* oraz *Mostostal-Export SA*. W tej ostatniej, dostępne sprawozdania finansowe wskazały co prawda na zmiany wartości księgowej kapitału zakładowego, jednakże były one wynikiem tylko i wyłącznie przyjęcia innych zasad rachunkowości. Odmienne zasady odnosiły się do sporządzania sprawozdań finansowych już nie wedle polskich przepisów o rachunkowości, ale na podstawie *MSSF*<sup>25</sup>. Tego

<sup>24</sup> <http://www.gpwinfoStrefa.pl>.

<sup>25</sup> Według *MSSF* (Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej), spółki wykazują w sprawozdaniach kapitał podstawowy, który jest kategorią szerszą aniżeli kapitał zakładowy zgodny z polskimi przepisami o rachunkowości.

typu zmiany nastąpiły w spółce Mostostal-Export SA od 2004 r. Można zatem uznać, iż w jej przypadku nie przeprowadzono procesu podwyższenia kapitału zakładowego.

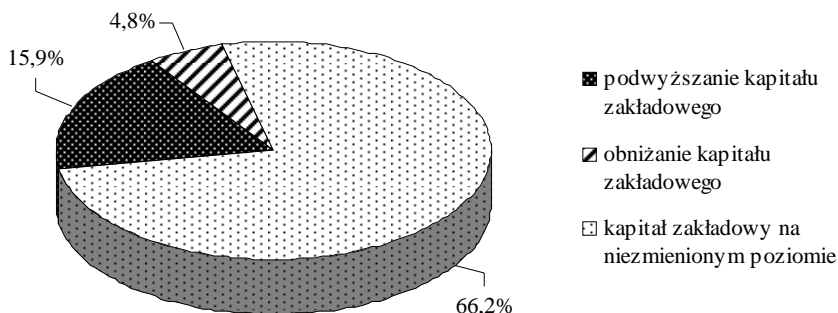
Tabela 2

Zmiany wartości kapitału zakładowego w badanych spółkach budowlanych w latach 2002–2011  
(dane w tys. zł)

Spółki akcyjne	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Awbud	6 075	6 075	6 075	6 075	6 075	6 075	6 075	15 496	84 753	82 429
Budimex	127 650	127 650	127 650	127 650	127 650	127 650	127 650	127 650	127 650	127 650
Budopol-Wrocław	4 500	4 500	4 500	4 500	26 000	26 000	52 000	52 000	52 000	52 000
Elektrobudowa	8 450	8 450	24 821	24 821	25 320	25 320	26 375	26 375	26 375	26 375
Elkop	1 610	1 610	1 610	1 610	1 610	3 220	17 667	17 667	17 667	34 267
Energoaparatura	3 080	3 080	3 080	3 080	3 080	3 840	4 040	4 040	4 040	4 040
Energopol Południe	8 880	8 880	8 880	8 880	8 880	44 400	44 400	44 400	44 400	44 400
Energomontaż- -Południe	11 000	11 000	32 335	32 335	32 335	65 335	69 725	69 725	92 307	92 307
Instal Kraków	7 285	7 285	7 285	7 285	7 285	7 285	7 285	7 285	7 285	7 285
Mostostal-Export	45 900	45 684	79 610	79 610	79 610	79 610	79 610	79 610	79 610	79 610
Mostostal Płock	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000
Mostostal Warszawa	10 000	10 000	10 000	10 000	20 000	20 000	20 000	20 000	44 801	44 801
Mostostal Zabrze- -Holding	20 327	20 327	20 327	20 327	128 568	149 131	149 131	149 131	149 131	149 131
PBG	7 200	7 200	10 530	10 530	12 030	13 430	13 430	14 295	14 295	14 295
Pemug	9 723	9 723	9 723	9 723	9 723	10 331	12 761	12 761	12 761	12 761
Polimex-Mostostal	9 600	9 600	18 549	15 248	15 248	18 574	18 574	18 574	20 837	20 846
Prochem	4 780	4 269	3 913	3 903	3 903	3 903	3 900	3 900	3 895	3 895
Projprzem	4 596	4 522	4 518	4 518	4 518	6 024	6 024	6 024	6 024	6 024
Resbud	1 445	1 445	1 445	1 445	1 445	1 445	1 445	1 445	1 445	1 445
Ulma	8 851	9 781	9 781	9 781	9 781	10 511	10 511	10 511	10 511	10 511

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

Biorąc pod uwagę liczbę badanych okresów, w których nastąpiły zmiany w wartości księgowej kapitału zakładowego, można zauważyć, że jedynie około 17% z nich dotyczyło decyzji o podwyższeniu tego kapitału, zaś w ponad 65% przypadków pozostawiano go na niezmiennym poziomie (zob. rys. 3).



Rys. 3. Struktura badanych spółek budowlanych w oparciu o zmiany wielkości kapitału zakładowego w latach 2002–2011

Źródło: jak do rys. 2.

Na podstawie wnikliwej analizy uchwał walnego zgromadzenia akcjonariuszy dotyczących podwyższenia kapitału zakładowego w badanych spółkach można wywnioskować, iż najczęściej tego typu decyzji zostało podjętych w spółce PBG SA. W okresie 2002–2011 aż sześciokrotnie zwiększano kapitał zakładowy tej spółki (zob. tab. 3). Z kolei w spółce Polimex-Mostostal SA w latach 2002–2011 przeprowadzono pięć emisji akcji, w ramach których kapitał zakładowy zwiększył się od około 18,5 do 20,8 mln zł<sup>26</sup>.

Najbardziej radykalne zmiany w wartości księgowej kapitału zakładowego nastąpiły w spółkach:

1) Mostostal Zabrze-Holding SA w 2006 r. (decyzja o VII emisji akcji serii A) – kapitał zakładowy wzrósł o ponad 530% w porównaniu do roku poprzedniego,

2) Budopol-Wrocław SA w 2006 r. (decyzja o publicznej subskrypcji serii F i G) – wówczas kapitał zakładowy wzrósł o 478% w porównaniu z rokiem poprzednim,

3) Elkop SA w 2008 r. (decyzja o emisji akcji serii C i D) – wzrost kapitału zakładowego o 449% w odniesieniu do 2007 r. oraz

4) Awbud SA w 2010 r. (prywatna subskrypcja serii H) – wzrost kapitału zakładowego o 447% w stosunku do roku poprzedniego.

Wyniki badań empirycznych nad procesem podwyższania kapitału zakładowego w spółkach budowlanych pokazują, że badane jednostki decydowały się na podwyższenie w drodze emisji akcji. Żadna z analizowanych spółek nie podjęła uchwały o kapitalizacji rezerw, czyli podwyższania kapitału zakładowego ze środków własnych spółki<sup>27</sup> (zob. tab. 3).

<sup>26</sup> Warto zaznaczyć, iż w badanym dziesięcioleciu miało miejsce obniżenie kapitału zakładowego. Decyzją WZA tej spółki z dnia 15.12.2004 r. dokonano umorzenia 3 300 142 akcji.

<sup>27</sup> Kapitalizacja rezerw polega na zmianie struktury kapitału własnego na skutek przeniesienia kapitału zapasowego i/lub rezerwowego na kapitał zakładowy. Tego rodzaju podwyższenie

Tabela 3

Uchwały WZA badanych spółek budowlanych dotyczące podwyższenia kapitału zakładowego w latach 2002–2011

Spółki akcyjne	Uchwały WZA	Data WZA	Cena nominalna akcji	Liczba akcji	Data rejestracji	Kapitał zakładowy po zwiększeniu
1	2	3	4	5	6	7
Awbud	Seria F – prawo poboru	2008.05.05	1,00	4 421 157	2009.05.27	10 496 157
	Seria G – prywatna subskrypcja	2009.09.03	1,00	5 000 000	2009.12.07	15 496 157
	Seria H – prywatna subskrypcja	2010.01.15	1,00	13 345 076	2010.08.17	28 841 233
	Seria I – prywatna subskrypcja	2010.08.23	1,00	53 588 257	2010.10.22	82 429 490
Budopol- -Wrocław	Seria F – publiczna subskrypcja	2006.05.30	1,00	7 500 000	2006.08.23	12 000 000
	Seria G – prywatna subskrypcja	2006.08.09	1,00	1 000 000	2006.09.08	13 000 000
	Seria H – prawo poboru	2006.08.09	1,00	13 000 000	2006.12.06	26 000 000
	Seria I – prawo poboru	2008.05.20	1,00	26 000 000	2008.12.10	52 000 000
Elektrobudowa	Seria C – oferta menedżerska	2005.02.08	2,00	249 096	2006.12.06	8 948 266
	Seria D – prawo poboru	2007.09.18	2,00	527 512	2008.02.08	10 003 290
Elkop	Seria B – prawo poboru	2006.12.20	0,29	5 551 000	2007.10.02	3 219 580
	Seria C – prawo poboru	2007.12.11	0,01	287 832 000	2009.01.19	16 097 900
	Seria D – prywatna subskrypcja	2007.12.11	0,01	156 913 488	2009.01.19	17 667 035
	Seria F – prywatna subskrypcja	2010.06.18	0,5	33 200 000	2011.09.23	34 267 034
Energoaparatura	Seria C – oferta menedżerska	2005.01.20	0,20	3 800 916	2007.10.04	3 840 183
	Seria D – wierzyciele	2007.02.28	0,20	1 000 000	2008.03.28	4 040 183
Energopol Południe	Seria F – prawo poboru	2007.02.26	4,00	8 880 000	2007.07.16	44 400 000
Energomontaż- -Południe	Seria C – prawo poboru	2006.11.13	1,00	33 000 000	2007.08.31	44 000 000
	Seria D – prywatna subskrypcja	2008.07.25	1,00	4 390 000	2008.10.07	48 390 000
	Seria E – prywatna subskrypcja	2009.09.22	1,00	22 582 001	2010.03.22	70 972 001
Mostostal Warszawa	V emisja – prawo poboru	2005.12.21	1,00	10 000 000	2006.04.19	20 000 000
Mostostal Zabrze-Holding	VII emisja A – wierzyciele	2006.05.12	1,00	77 751 172	2006.12.21	98 077 832
	VII emisja B – wierzyciele	2006.05.12	1,00	30 489 990	2007.09.20	128 567 822
	VII emisja C – prawo poboru	2006.05.12	1,00	20 562 716	2006.12.29	149 130 538

kapitału zakładowego ma charakter wyłącznie „papierowy”, gdyż polega na przepisaniu środków wykazanych w bilansie na pozycję „kapitał zakładowy”.



Tabela 3 (cd.)

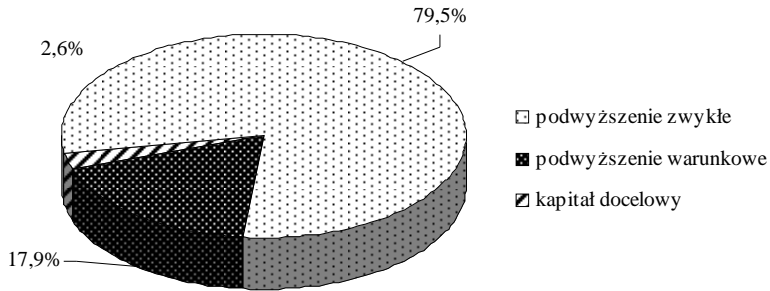
1	2	3	4	5	6	7
PBG	Serie A, B – prywatna subskrypcja	2003.12.01	1,00	7 200 000	2004.01.02	7 200 000
	Seria C – publiczna subskrypcja	2004.03.10	1,00	3 000 000	2004.07.07	10 200 000
	Seria D – oferta menedżerska	2004.03.10	1,00	330 000	2004.07.07	10 530 000
	Seria E – prawo poboru	2005.12.10	1,00	1 500 000	2006.03.09	12 030 000
	Seria F – prawo poboru	2006.11.21	1,00	1 400 000	2007.03.13	13 430 000
	Seria G – prywatna subskrypcja	2009.06.04	1,00	865 000	2009.07.15	14 295 000
Pemug	Seria E – prawo poboru	2006.12.07	4,00	151 908	2007.03.23	10 330 832
	Seria F – prawo poboru	2007.10.30	0,40	6 076 325	2008.04.08	12 761 362
Polimex- -Mostostal	Seria F – prywatna subskrypcja	2003.12.19	1,00	8 948 633	2004.09.02	18 548 633
	Seria H – prywatna subskrypcja	2006.12.04	1,00	1 032 905	2007.03.30	16 281 396
	Seria I – prywatna subskrypcja	2006.12.04	1,00	2 292 829	2007.04.19	18 574 225
	Seria K – prywatna subskrypcja	2010.07.12	0,04	38 733 090	2010.12.31	20 123 549
	Seria L – prywatna subskrypcja	2010.07.12	0,04	17 829 488	2010.12.31	20 836 728
Projprzem	Seria E – prawo poboru	2006.10.12	1,00	1 506 000	2007.02.26	6 024 000
Ulma	Seria G – prywatna subskrypcja	2007.02.22	2,00	365 000	2007.06.05	10 511 264

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych *Notoria Serwis SA* oraz uchwał walnego zgromadzenia akcjonariuszy dostępnych na ich stronach internetowych badanych spółek.

Mając do dyspozycji różne metody podwyższania kapitału zakładowego<sup>28</sup>, spółki korzystały przede wszystkim ze zwykłego podwyższenia tego kapitału (blisko 80% przypadków), zaś w mniejszym stopniu z warunkowego podwyższenia bądź formy kapitału docelowego (zob. rys. 4). Spośród siedmiu uchwał dotyczących warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego analizowanych spółek, jedynie jedna została powzięta w celu przyznania praw do objęcia akcji przez obligatariuszy obligacji z prawem pierwszeństwa, zaś pozostałe dotyczyły przyznania praw do objęcia akcji przez posiadaczy warrantów subskrypcyjnych, które były zwykle przydzielane posiadaczom udziałów przejmowanych spółek<sup>29</sup>.

<sup>28</sup> W Polsce (podobnie jak w innych krajach Unii Europejskiej), zgodnie z K.s.h. wyróżnia się tzw. zwykłe podwyższenie kapitału zakładowego, podwyższenie w oparciu o kapitał docelowy, warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego i specyficzny tryb podwyższania kapitału zakładowego, określane mianem podwyższenia ze środków spółki.

<sup>29</sup> Warrant subskrypcyjny jest papierem wartościowym (imiennym lub na okaziciela) uprawniającym jego posiadacza do zapisu lub objęcia akcji z wyłączeniem prawa poboru – por. art. 453 § 2 K.s.h.



Rys. 4. Struktura badanych spółek budowlanych w oparciu o metodę podwyższania kapitału zakładowego w latach 2002–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych *Notoria Serwis SA* oraz uchwał walnego zgromadzenia akcjonariuszy dostępnych na ich stronach internetowych badanych spółek.

Jak wynika z analizy danych, objęcie akcji następowało w drodze zarówno złożenia oferty przez spółkę oznaczonemu adresatowi (subskrypcji prywatnej), zaoferowania akcji wyłącznie akcjonariuszom, którym służy prawo poboru (subskrypcji zamkniętej), jak i zaoferowania akcji w drodze ogłoszenia, skierowanego do osób nieposiadających prawa poboru (subskrypcji otwartej).

Warto podkreślić, że blisko 95% decyzji o podwyższeniu kapitału zakładowego dotyczyło zaoferowania akcji obecnym akcjonariuszom analizowanych spółek budowlanych w postaci praw poboru (subskrypcji zamkniętej) oraz kierowania oferty objęcia nowych akcji do oznaczonych adresatów, np. wybranych inwestorów kwalifikowanych (subskrypcja prywatna), czy też wierzycieli bądź menedżerów przedsiębiorstw w formie tzw. oferty menedżerskiej (zob. tab. 4). Niewiele emisji akcji kierowanych było na drogę publicznej subskrypcji<sup>30</sup>.

Tabela 4

Metody objęcia akcji w ramach uchwał o podwyższeniu kapitału zakładowego analizowanych spółek budowlanych podjętych w latach 2002–2011

Sposób podwyższenia	Liczba	Udział
Subskrypcja zamknięta	16	41,0%
Prywatna subskrypcja	16	41,0%
Publiczna subskrypcja	2	5,1%
Oferta menedżerska	3	7,7%
Oferta wierzycielska	2	5,1%
Razem	39	100,0%

Źródło: jak do tab. 3.

<sup>30</sup> W opracowaniu przyjęto nomenklaturę stosowaną przez *Notorię Serwis SA* oraz przez spółki prezentujące treści uchwał walnego zgromadzenia akcjonariuszy na swoich stronach internetowych. Publiczną subskrypcję należy utożsamiać z pojęciem subskrypcji otwartej.

Chcąc wyodrębnić cele i funkcje podwyższenia kapitału zakładowego o charakterze ekonomicznym, prawnym bądź gwarancyjnym, pogrupowano szereg informacji podawanych w prospektach emisyjnych według kilku grup:

1) inwestycje kapitałowe – np. zakup udziałów w spółkach powiązanych, w spółkach specjalizujących się w danej branży (dywersyfikacja obszarów działalności), finansowanie przejęć oraz współfinansowanie nowych podmiotów w kraju i za granicą bądź bezpośrednia kontrola nad spółką,

2) inwestycje rzeczowe – np. zakup nowoczesnego sprzętu produkcyjnego, maszyn i urządzeń, systemów informatycznych i licencji, rozbudowa i modernizacja obiektów,

3) pokrycie zobowiązań wobec wierzycieli – np. spłata zobowiązań w ramach prowadzonego postępowania naprawczego bądź zobowiązań powstałych przed ogłoszeniem upadłości, najczęściej w ramach zatwierdzonych układów z wierzycielami,

4) poprawa płynności finansowej – np. wsparcie realizacji działalności operacyjnej poprzez powiększanie kapitału obrotowego,

5) odzyskanie stabilności finansowej, tj. podwyższenie kapitału zakładowego spółki w drodze emisji akcji skierowanej do wierzycieli spółki pozwalające na odzyskanie stabilności finansowej oraz umocnienie pozycji spółki wobec podmiotów prowadzących działalność konkurencyjną a także wobec kontrahentów,

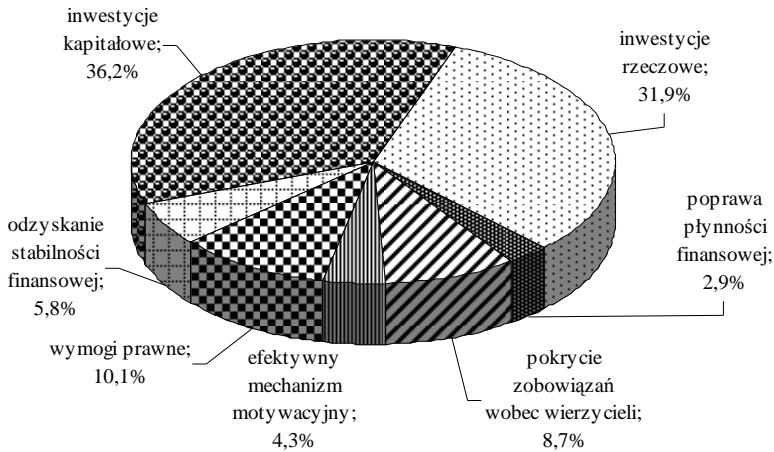
6) efektywny mechanizm motywacyjny – wzrost wiarygodności spółki, umocnienie więzi łączącej akcjonariuszy ze spółką,

7) wymogi prawne – np. połączenie spółek, którego podstawę prawną stanowią przepisy zawarte w art. 492 K.s.h., tj. poprzez przeniesienie całego majątku z równoczesnym podwyższeniem kapitału zakładowego emitenta.

Biorąc pod uwagę powyższe, szczegółowa analiza prospektów wskazała, iż najczęstszymi celami podwyższania kapitału zakładowego, podkreślanymi przez badane spółki budowane, były inwestycje o charakterze finansowym, a następnie inwestycje rzeczowe. Łącznie w badanym okresie odnotowano ponad 68% przypadków, w których spółki podawały tego rodzaju cele podwyższania kapitału zakładowego (zob. rys. 5).

Dla przykładu w prospekcie emisyjnym spółki Budopol-Wrocław SA przy emisji akcji serii I (prawo poboru) podana została informacja, iż przeprowadzenie oferty miało na celu pozyskanie środków finansowych, które umożliwią przyspieszenie realizacji założeń rozwojowych, w tym:

- a) zakup udziałów w spółkach specjalizujących się w branży instalatorskiej,
- b) zakup udziałów w spółce specjalizującej się w branży drogowej,
- c) zakup maszyn i urządzeń do obsługi realizowanych i planowanych kontraktów budowlanych,
- d) otwarcie nowych oddziałów spółki.



Rys. 5. Cele podwyższania kapitału zakładowego badanych spółek budowlanych w latach 2002–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektów emisyjnych dostępnych na ich stronach internetowych badanych spółek.

Spośród innych ważnych przesłanek podwyższania kapitału zakładowego, warto zwrócić uwagę na spełnienie wymogów prawnych, które często towarzyszą inwestycjom kapitałowym, związanym z przejęciem spółki bądź połączeniem się przedsiębiorstw. I tak dla przykładu w spółce Polimex-Mostostal SA wszystkie emisje akcji w latach 2002–2011 dotyczyły prywatnej subskrypcji dla ściśle określonych grup akcjonariuszy, a wiązały się z połączeniem spółek bądź ich przejęciem. Decyzje te wynikały zatem z regulacji zawartych w K.s.h. Oprócz celów o charakterze prawnym pojawiały się także cele ekonomiczne, np.: uzyskanie bezpośredniej kontroli nad przejmowaną spółką, pośredniej kontroli nad jej grupą kapitałową, co pozwala z kolei na poprawę pozycji konkurencyjnej, ograniczenie ryzyka operacyjnego projektów, wzrost przychodów, wykorzystanie w większym zakresie synergii kosztowych itd.

Podkreślić należy także ważny zbiór celów podwyższania kapitału zakładowego, wiążących się z jego funkcjami gwarancyjnymi. Chodzi głównie o pokrycie zobowiązań wobec wierzycieli, poprawę płynności czy odzyskanie stabilności finansowej. Szczęólnego znaczenia nabierają w tym kontekście emisje akcji w postaci ofert wierzycielskich w Mostostal Zabrze-Holding SA w 2006 r. oraz w Energoaparatura SA w 2007 r., które zostały zaoferowane wierzycielom spółek objętych prawomocnie zatwierdzonym układem naprawczym. Tego rodzaju podwyższenie kapitału zakładowego miało na celu nie tylko spłatę wierzytelności, ale także odzyskanie przez spółki stabilności finansowej, umocnienie pozycji wobec podmiotów prowadzących działalność konkurencyjną i wobec kontrahentów, wzrost wiarygodności oraz powrót na rynki określonych inwestycji.

Przesłankami podwyższania kapitału zakładowego w badanych spółkach były także potrzeby odbudowania kapitałów własnych, w tym kapitału obrotowego netto, który w wyniku np. poniesionych strat uległ znacznemu zmniejszeniu (np. w spółce Mostostal Warszawa SA w 2005 r.). Cel takiej emisji dotyczył z jednej strony redukcji zadłużenia, z drugiej zaś pozyskania środków na wspomaganie finansowania szybszego rozwoju podstawowej działalności operacyjnej spółki dla uzyskania wzmocnienia pozycji rynkowej, zwiększenia skali sprzedaży i uzyskania dostępu do bardziej rentownych inwestycji.

W niektórych przypadkach, spółki bardzo precyzyjnie określały cel podwyższenia kapitału zakładowego, np. poprawa płynności finansowej. Dla przykładu w spółce Elkop SA emisja akcji serii B (prawo poboru) w 2006 r. miała na celu wsparcie realizacji działalności operacyjnej, tzn. pozyskany kapitał był przeznaczany na zwiększenie kapitału obrotowego w celu poprawy płynności finansowej.

Ważnym aspektem wykorzystywanym przy podwyższaniu kapitału zakładowego był także wizerunek spółki zarówno na zewnątrz, jak i w otoczeniu wewnętrznym, np. w opinii zarządzających. Tworzeniu odpowiednich relacji i więzi między spółką a określoną grupą interesariuszy może posłużyć podwyższenie kapitału zakładowego w postaci realizacji określonego programu motywacyjnego spółki, tj. w formie tzw. opcji menedżerskich. Przykładem realizacji takiej strategii jest uchwała WZA spółki Energoaparatura z 20.01.2005 r., która dotyczyła emisji akcji w postaci oferty menedżerskiej. Podwyższenie kapitału zakładowego tej spółki w drodze subskrypcji prywatnej pozwoliło na stworzenie nowego, efektywnego mechanizmu motywacyjnego dla zarządu i innych kluczowych interesariuszy, co z kolei przełożyło się miało bezpośrednio na wartość akcji, a tym samym przyczynić do umocnienia pozycji spółki wobec podmiotów prowadzących działalność konkurencyjną oraz wobec kontrahentów. Nie ulega wątpliwości, iż kierowanie oferty akcji w tym trybie umożliwi wzrost wiarygodności spółki oraz zwiększenie jej dynamiki rozwoju. Ponadto wprowadzenie określonych osób, do których skierowana jest przedmiotowa emisja, do grona akcjonariuszy spółki, stanowić może formę umocnienia więzi łączącej ich ze spółką.

## 6. ZAKOŃCZENIE

Podwyższony kapitał zakładowy spółki akcyjnej winien spełniać określone wymogi formalne, w szczególności realizować jej zapisy statutowe. Ponadto zwiększanie kapitału zakładowego powinno przyczyniać się do wzrostu gwarancji oraz większej wiarygodności dla wierzycieli. Procesowi podwyższania kapitału zakładowego towarzyszyć może jednakże wiele różnorodnych celów o cha-

rakterze ekonomicznym. Skupiają się one zarówno wokół kwestii strategicznych, jak i operacyjnych. W odniesieniu do pierwszych z nich, można wskazać na takie cele, jak: rozszerzenie działalności, wzrost udziału w rynku, stabilizacja, utrzymanie się na rynku, fuzja czy przejęcie innej spółki. Z kolei odnosząc się do bardziej bieżących celów, spółka może podwyższać kapitał zakładowy aby np. sfinansować zmiany w produkcji, poprawić swoją płynność finansową czy wyemitować obligacje zamienne. Inne funkcje, jakie pełni podwyższony kapitał zakładowy, wiążą się z jego funkcją ekonomiczną, gdyż traktują o rozwoju spółki, jej restrukturyzacji, stabilizacji, zdolności kredytowej czy też budowaniu wizerunku na zewnątrz jednostki.

Z przeprowadzonej analizy spółek budowlanych można wywnioskować, iż w większości przypadków podwyższania kapitału zakładowego wskazywano na szereg celów ekonomicznych, skupiających się głównie wokół inwestycji kapitałowych i rzeczowych. Były one rezultatem określonej strategii rozwoju spółek, dotyczącej w głównej mierze rozszerzenia zakresu ich działania bądź przejęcia innego przedsiębiorstwa. Oprócz licznych funkcji ekonomicznych wskazywano także na funkcje gwarancyjno-stabilizacyjne podwyższonego kapitału zakładowego, gdyż niejednokrotnie celami emisji akcji były: pokrycie zobowiązań wobec wierzycieli, poprawa płynności, odzyskanie stabilności finansowej. Funkcja gwarancyjna podwyższonego kapitału zakładowego wypełniana była również dzięki wiodącej metodzie jego podwyższania, tj. oferowanie akcji głównie obecnym akcjonariuszom (subskrypcja zamknięta) bądź kierowania oferty do ściśle oznaczonych adresatów – wierzycieli czy też inwestorów kwalifikowanych (subskrypcja prywatna). Mimo, iż niejednokrotnie przesłankami podwyższania kapitału zakładowego były wymogi prawne, jednak w głównej mierze były one jedynie podstawą do realizacji celów ekonomicznych.

Nie ulega wątpliwości, iż wielość celów i funkcji podwyższania kapitału zakładowego wynika przede wszystkim z różnorodności funkcji, jakie w ogóle pełni kapitał zakładowy w finansowaniu działalności spółki akcyjnej. O ile funkcja prawna podwyższonego kapitału zakładowego spółki jest bardziej widoczna w momencie jej zakładania, to funkcja ekonomiczna oraz związane z nią inne funkcje odnoszą się raczej do dalszej działalności i służą podejmowaniu, realizacji oraz kontrolowaniu wielu decyzji bieżących i strategicznych.

Artur Sajnog

#### **FUNCTIONS AND OBJECTIVES INCREASING THE SHARE CAPITAL IN JOINT STOCK COMPANIES**

Increasing the share capital in joint stock companies is a complex process. The multiplicity of methods for increasing the company's share capital raises the necessity to analyze the purpose

and function of which is to meet this capital in the operational and strategic activities. The recapitalization of the company makes it possible to raise funds primarily for the development of its activities, and to enhance the credibility among stakeholders. The purpose of this article is to analyze the diversity of functions and objectives of the increasing share capital in the joint-stock company, in particular the economic and legal context. The empirical studies have been included in selected construction sector companies quoted in the Warsaw Stock Exchange in the period 2002–2011.

**Key words:** share capital, increasing the share capital, joint stock company, functions the share capital, companies quoted in the Warsaw Stock Exchange.