

**Monika Wieczorek-Kosmala\***

**Joanna Błach\*\***

## **Obraz syntetycznego kapitału własnego przedsiębiorstwa w informacji sprawozdawczej**

### **Wstęp**

Przedsiębiorstwa zarządzające ryzykiem implementują różne instrumenty finansowania ryzyka. W związku z tym, zarówno w modelu struktury kapitału takich przedsiębiorstw, jak i w pomiarze kosztu kapitału (np. w ujęciu średnioważonym) można uwzględnić fakt, iż przedsiębiorstwa zarządzające ryzykiem zyskują dostęp do dodatkowych, specyficznych źródeł finansowania skutków ryzyka. W ujęciach teoretycznych można spotkać pionierskie rozważania na ten temat, w tym propozycje możliwych kierunków ich analizy. Niniejszy artykuł wpisuje się w trendy powyższej tematyki, a jego celem jest prezentacja wyników badań dotyczących identyfikacji obrazu syntetycznego kapitału własnego (jako źródła finansowania ryzyka) w informacji sprawozdawczej przedsiębiorstw. Wyniki badań stanowią więc wkład w rozwój tzw. koncepcji kapitału na pokrycie ryzyka, odnosząc się do identyfikacji barier w zakresie pomiaru poziomu i kosztu komponentów tego kapitału.

W pierwszym punkcie artykułu przedstawiono ramy teoretyczne koncepcji kapitału na pokrycie ryzyka w przedsiębiorstwie, uwzględniając rozumienie i miejsce syntetycznego kapitału własnego w tej koncepcji. W punkcie drugim zaprezentowano przyjętą metodologię badań, opartą na zastosowaniu połączenia metody analizy treści oraz analizy morfologicznej. Punkt trzeci prezentuje syntetyczne wyniki badań zakresu informacji o wysokości i koszcie syntetycznego kapitału własnego w wybranych spółkach.

---

\* Dr, Katedra Finansów, Wydział Finansów i Ubezpieczeń, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, m.wieczorek-kosmala@ue.katowice.pl, ul. 1 Maja 50, 40-287 Katowice, tel.: 32 257 74 00

\*\* Dr, Katedra Finansów, Wydział Finansów i Ubezpieczeń, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, jblach@ue.katowice.pl, ul. 1 Maja 50, 40-287 Katowice, tel.: 32 257 74 00

Projekt został sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji numer DEC-2011/01/D/HSH/04003.

## **1. Miejsce syntetycznego kapitału własnego w koncepcji kapitału na pokrycie ryzyka — uwagi teoretyczne**

Przedsiębiorstwo zarządzające ryzykiem implementuje różne instrumenty kontroli ryzyka, w tym instrumenty kontroli finansowej, nazywane również instrumentami finansowania ryzyka<sup>1</sup>. Ogół instrumentów finansowej kontroli ryzyka dzieli się zazwyczaj na instrumenty retencji i transferu, przy czym obecnie nie jest to podział o granicach ostrych. W dobie rosnącej integracji rynku finansowego i rynku ubezpieczeń [Culp, 2002b, s. 8-26] przedsiębiorstwa zyskują bowiem dostęp do nowych rozwiązań, które cechuje kompilacja retencji i transferu ryzyka w pożądanych proporcjach [Wieczorek-Kosmala, 2011a, s. 29-35].

Należy podkreślić, że implementacja instrumentów finansowania ryzyka sprowadza się w zasadzie do zapewnienia przedsiębiorstwu dostępu do specyficznych źródeł finansowania, a przekonanie to leży u podstaw koncepcji kapitału na pokrycie ryzyka. Koncepcja ta uwzględnia w szczególności występowanie pewnych pozabilansowych źródeł finansowania, wśród których można wyodrębnić substytuty kapitału obcego i własnego, nazywane odpowiednio syntetycznym długiem i syntetycznym kapitałem własnym [Culp, 2002a, s. 232-234].

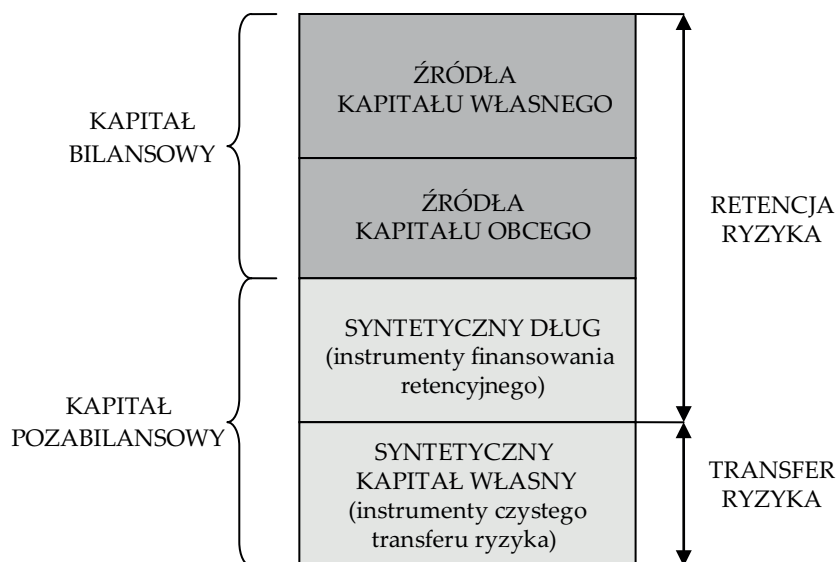
Syntetycznym kapitałem obcym (a zarazem zamiennikiem finansowania obcego) jest retencja ryzyka, która powoduje, że finansowanie skutków ryzyka spoczywa na przedsiębiorstwie<sup>2</sup>. Retencja może przyjąć postać finansowania prospektywnego (kapitał gromadzony jest w charakterze rezerw ekonomicznych — formalnych bądź nieformalnych) lub retrospektywnego (kapitał napływa do przedsiębiorstwa po wystąpieniu skutków ryzyka, ale na wcześniej uzgodnionych warunkach) [Wieczorek-Kosmala, 2011a, s. 26-29]. Oznacza to, że w przypadku konieczności sfinansowania skutków ryzyka przedsiębiorstwo poszukuje odpowiednich źródeł finansowania.

Syntetycznym kapitałem własnym (a zarazem zamiennikiem finansowania własnego) są natomiast instrumenty czystego transferu ryzyka,

<sup>1</sup> Por. terminologia stosowana np. w: [Vaughan, Vaughan, 2003, s. 16-18].

<sup>2</sup> Szerzej na temat retencji i transferu ryzyka w rozumieniu czystym, tradycyjnym zob.: [Williams, Heins, 1989, s. 197-198].

**Rysunek 1. Struktura kapitału przedsiębiorstwa zarządzającego ryzykiem – ujęcie modelowe\***



Źródło: [Wieczorek-Kosmala, 2011b, s. 252].

\*Prezentowane tutaj ujęcie graficzne posiada charakter poglądowy i nie ma na celu wskazania pożądanych proporcji poszczególnych komponentów struktury kapitałowej

przede wszystkim ubezpieczenia oraz instrumenty pochodne w funkcji zabezpieczającej. Zastosowanie takich instrumentów powoduje bowiem, że finansowe skutki ryzyka przeniesione zostają na inny podmiot, w związku z czym nie obciążą właścicieli przedsiębiorstwa<sup>3</sup>.

Na rysunku 1 przedstawiono model struktury kapitału w przedsiębiorstwie zarządzającym ryzykiem, uwzględniając fundamentalne założenia koncepcji kapitału na pokrycie ryzyka oraz jego komponenty (syntetyczny kapitał własny i obcy). Prezentowana tu koncepcja wzorowana jest na modelu struktury kapitału opartego na ryzyku (*risk-based capital structure*) zaproponowanej przez Culpa w szerszym ujęciu [Culp, 2002a, s. 237-239] oraz Shimpi w ujęciu węższym (ograniczonym do uwzględ-

<sup>3</sup> Uwzględnia się tutaj, iż celem działania przedsiębiorstwa jest maksymalizacja dochodów jego właścicieli. Transfer ryzyka uwalnia przedsiębiorstwo od konieczności finansowania ryzyka, w związku z czym w razie wystąpienia jego negatywnych skutków wartość dla właścicieli jest chroniona (jako że przedsiębiorstwo unika konieczności pokrycia jego skutków z własnych środków).

nienia jedynie ubezpieczeń jako instrumentów finansowania ryzyka) [Shimpi, 2001, s. 11-15]. Ujęcie graficzne na rysunku 1 eksponuje wymiar sprawozdawczy, dzieląc źródła kapitału na pokrycie ryzyka na bilansowe oraz pozabilansowe<sup>4</sup>.

Uwzględniając koncepcję kapitału na pokrycie ryzyka, należy szerzej spojrzeć na pomiar kosztu kapitału przedsiębiorstw zarządzających ryzykiem. Przyjmując, że całkowity kapitał przedsiębiorstwa zarządzającego ryzykiem ( $TC_{RM}$ ) składa się z kapitału własnego ( $E$ ), kapitału obcego ( $D$ ) oraz źródeł pozabilansowych w postaci syntetycznego kapitału własnego ( $SE$ ) oraz syntetycznego długu ( $SD$ ), formuła średniego ważonego kosztu kapitału ( $WACC_{RM}$ ) przyjmuje postać<sup>5</sup>:

$$WACC_{RM} = C(E) \times \frac{E}{TC} + C(D) \times \frac{D}{TC} + C(SE) \times \frac{SE}{TC} + C(SD) \times \frac{SD}{TC} \quad (1)$$

gdzie:  $C(E)$ ,  $C(D)$ ,  $C(SE)$ ,  $C(SD)$  to odpowiednio koszt kapitału własnego, koszt kapitału obcego, koszt syntetycznego kapitału własnego oraz koszt syntetycznego długu.

## 2. Metodologia obrazowania poziomu i kosztu syntetycznego kapitału własnego przedsiębiorstwa

Możliwość praktycznej aplikacji przedstawionej wyżej formuły pomiaru kosztu kapitału, uwzględniającej kapitał na pokrycie ryzyka, wymaga, by najpierw wiarygodnie ustalić poziom i koszt syntetycznego kapitału własnego i syntetycznego długu<sup>6</sup>. Jak zaznaczono na wstępie, cel niniejszego artykułu koncentruje się na badaniu wyłącznie syntetycznego kapitału własnego przedsiębiorstwa w zakresie identyfikacji jego obrazu sprawozdawczego i możliwości pozyskania informacji umożliwiającej pomiar jego poziomu i kosztu.

Badania oparto na połączeniu dwóch podejść metodologicznych – metody analizy treści i metody analizy morfologicznej. Analiza treści (*con-*

<sup>4</sup> Funkcję kapitału na pokrycie ryzyka pełnią również źródła kapitału bilansowego, w szczególności przekraczające poziom kapitału operacyjnego (czyli kapitału niezbędnego do sfinansowania aktywów wymaganych dla prowadzenia działalności operacyjnej). Por. [Duliniec, 2011, s. 150-151].

<sup>5</sup> Prezentowana postać formuły średniego ważonego kosztu kapitału w koncepcji kapitału na pokrycie ryzyka oparta została na wnioskach ujętych w pracach: [Shimpi, 2001, s. 14; Culp, 2002a, s. 241].

<sup>6</sup> Por. uwagi ujęte w: [Culp, 2002a, s. 237-239; Wieczorek-Kosmala, 2010, s. 300-314].

tent analysis) jest metodą badawczą stosowaną w naukach społecznych, polegającą na wnioskowaniu na podstawie obiektywnego, systematycznego i ilościowego opisu jawnej zawartości przekazu informacyjnego<sup>7</sup>, a w szczególności na identyfikowaniu, kodowaniu i selekcjonowaniu informacji zawartych w zarejestrowanym przekazie ludzkim z uwzględnieniem określonych kryteriów klasyfikacji danych. Analiza treści znajduje zastosowanie również w badaniach z zakresu finansów, m.in. do analizy zawartości raportów finansowych<sup>8</sup>.

Struktura kodowania<sup>9</sup> właściwa dla analizy treści, ukierunkowana na identyfikację informacji dotyczących syntetycznego kapitału własnego przedsiębiorstwa, została w niniejszych badaniach zaprojektowana na dwóch poziomach szczegółowości, a kategorie badawcze wyodrębniono na podstawie przeprowadzonych studiów teoretycznych (zarysowanych wyżej w pkt. 2).

Pierwszy poziom analizy treści zakłada stwierdzenie obecności lub nieobecności określonych informacji. Dla uporządkowania i przejrzystości prezentacji wyników badań zastosowano tu dodatkowo metodę analizy morfologicznej<sup>10</sup>, co pozwoliło również na ujawnienie istniejących sposobów rozwiązań oraz uwypuklenie możliwych kierunków ich usprawnień<sup>11</sup>. Na pierwszym poziomie analizy treści raportów rocznych zbudowano tablice morfologiczne uwzględniające określone parametry (kryteria) i przypadki (stany)<sup>12</sup> opisane w tablicy 1. W szczególn-

<sup>7</sup> Szerzej na temat analizy treści jako metodzie badawczej m.in. w: [Weber, 1990; Hsieh, Shannon, 2005, s. 1276-1288].

<sup>8</sup> Przykładowe badania wykorzystujące analizę treści dokumentów finansowych to m.in.: [Lajili, Zeghal, 2005, s. 125-142; Deumes, 2008, s. 120-157].

<sup>9</sup> Właściwie przeprowadzona analiza treści wymaga przygotowania struktury kodowania, która uwzględnia wspólne znaczenie różnych wyrazów oraz zakłada powtarzalność danych podlegających analizie. Dzięki temu otrzymane rezultaty mogą być wykorzystywane w kolejnych badaniach naukowych. Por. [Gray i inni, 1995, s. 78-101].

<sup>10</sup> Metoda ta stosowana jest m.in. w badaniach dotyczących analizy struktury złożonych problemów. W znaczeniu metody badawczej, morfologia znajduje zastosowanie w wielu dziedzinach nauki (np. botanice, geologii, astrofizyce, ale także w dyscyplinach społecznych i organizacyjnych, np. w studiach nad formami języka). Por. [Ritchey, 2009, s. 1-4].

<sup>11</sup> Na takie m.in. możliwości wykorzystania analizy morfologicznej jako metody heurystycznej wskazał: [Antoszkiewicz, 1982, s. 184-185].

<sup>12</sup> Zgodnie z założeniami analizy morfologicznej, w strukturze badanego problemu należy wyodrębnić pewne parametry (kryteria), a następnie przypisać im atrybuty, stanowiące zbiór odrębnych przypadków (stanów).

**Tablica 1. Parametry i przypadki poddane analizie na pierwszym poziomie analizy treści**

Parametr (kryterium)	Przypadki (stany)
SU Informacja na temat ubezpieczeń	SU.1 – jest/podana SU.2 – brak/nielopodana
SD Informacja na temat derywatów	SD.1 – jest/podana SD.2 – brak/nielopodana
LU Informacja na temat poziomu ubezpieczeń (sumy ubezpieczeń)	LU.1 – jest/podana LU.2 – brak/nielopodana
LD Informacja na temat poziomu derywatów	LD.1 – jest/podana LD.2 – brak/nielopodana
CU Informacja na temat kosztu ubezpieczeń (wysokość składek)	CU.1 – jest/podana CU.2 – brak/nielopodana
CD Informacja na temat kosztu derywatów	CD.1 – jest/podana CD.2 – brak/nielopodana

Źródło: Opracowanie własne.

ści, wśród parametrów badania syntetycznego kapitału własnego (*SE*) uwzględniono występowanie informacji na temat źródeł (*S*), poziomu (*L*) oraz kosztu (*C*) komponentów syntetycznego kapitału własnego w postaci dwóch podstawowych instrumentów transferu ryzyka – ubezpieczeń (*U*) i derywatów (*D*).

Na drugim poziomie analizy treści poddano ocenie zakres prezentowanych informacji w odniesieniu do analizowanych parametrów. Uwzględniano szczegółowość informacji, ich zakres oraz charakter (jakościowy lub ilościowy).

Analizę treści w połączeniu z analizą morfologiczną zastosowano do badania treści raportów rocznych 14 spółek publicznych, notowanych na GPW w ramach indeksu WIG20<sup>13</sup>. Badaniom poddano dokumenty źródłowe w postaci raportów rocznych za 2011 r., publikowanych w ramach obowiązków informacyjnych spółek publicznych<sup>14</sup>, dostępnych na stronach internetowych badanych spółek. Do analizy wybrano raporty roczne, biorąc pod uwagę, że w dokumentach tych powinny znaleźć się nie

<sup>13</sup> Według stanu na dzień 15 stycznia 2013 r. z portfela indeksu WIG20 wyłączono instytucje finansowe (banki i firmy ubezpieczeniowe) oraz spółki zagraniczne.

<sup>14</sup> Obowiązki informacyjne wynikają z krajowych i unijnych regulacji prawnych m.in. z: [Ustawa, 2009].

tylko informacje wymagane przepisami prawa, ale również dodatkowe dane pozwalające interesariuszom na lepsze zrozumienie aktualnej sytuacji przedsiębiorstwa i jego perspektyw rozwojowych<sup>15</sup>.

W toku badań weryfikacji poddano hipotezę głoszącą, że informacja sprawozdawcza badanych spółek publicznych nie pozwala na sprecyzowanie obrazu syntetycznego kapitału własnego ani w zakresie jego poziomu, ani kosztu.

### **3. Wyniki badań i dyskusja**

Zgodnie z regulacjami, spółki prezentują w raportach rocznych część dotyczącą zarządzania ryzykiem. W części tej odnoszą się zazwyczaj do różnych rodzajów ryzyka zagrażającego ich działalności, wymieniając główne rodzaje ryzyka oraz sposób postępowania wobec niego. W tej części raportu poszukiwano więc w pierwszej kolejności informacji na temat stosowanych ubezpieczeń i derywatów. Dodatkowo, uwzględniono informacje zawarte w notach objaśniających do sprawozdań finansowych — w szczególności w odniesieniu do pozostałych kosztów operacyjnych oraz aktywów i zobowiązań finansowych. Następnie przeprowadzono analizę treści pozostałych części raportu rocznego, w tym sprawozdania zarządu.

Analiza treści informacji sprawozdawczej ukierunkowana na identyfikację źródeł syntetycznego kapitału własnego skłania do wniosku, że w większości spośród badanych spółek wskazano na stosowanie ubezpieczeń bądź derywatów (por. tablica 2). W raportach 9 spółek znalazły się mniej lub bardziej szczegółowe informacje na temat stosowanych ubezpieczeń, a w 12 — na temat wykorzystywanych instrumentów pochodnych. Porównując zakres przekazywanych informacji — ze względu na wymagania dotyczącej obowiązkowej zawartości raportu rocznego — znacznie więcej miejsca poświęcono informacjom na temat instrumentów pochodnych, w pierwszej kolejności opisując stosowane zasady wyceny, następnie wskazując wykorzystywane konkretne rodzaje instrumentów pochodnych, na zakończenie informując o ich wartości. W przypadku ubezpieczeń, w wielu spółkach komunikat o stosowanych ubezpieczeniach miał charakter pośredni — wyłącznie na podstawie informacji o za-

---

<sup>15</sup> Raport roczny jako główne narzędzie komunikacji korporacyjnej jest wykorzystywany powszechnie jako podstawowa jednostka analizy treści. Por. np. badania w: [Linsley, Shrides, 2006, s. 387-404; Abraham, Cox, 2007, s. 227-248].

Tablica 2. Obraz informacji na temat źródeł syntetycznego kapitału własnego

Lp.	Podmiot	Poziom 1 analizy treści			Poziom 2 analizy treści		Informacja o ubezpieczeniach (U)	Informacja o derywatach (D)
		SU		SD	SU.1	SU.2		
		SU.1	SU.2	SD.1				
1.	Assecopol		X	X			Rodzaj (instrumenty pochodne walutowe i stopy procentowej)	
2.	Bogdanka	X			X			
3.	Boryszew	X		X			Komunikat: spółka nie korzysta z instrumentów pochodnych	
4.	GTC	X		X			Rodzaj (swapy stopy procentowej i opcje oraz collar)	
5.	JSW	X		X			Rodzaj (Fx forward)	
6.	KGHM	X		X			Rodzaj (różne)	
7.	Lotos	X		X			Rodzaj (różne instrumenty pochodne, w tym na prawa do emisji CO <sub>2</sub> )	
8.	PKN Orlen	X		X			Rodzaj (pochodne towarowe, walutowe i na zakup uprawnień do emisji CO <sub>2</sub> )	
9.	PGE		X	X			Rodzaj (forward i swap stopy procentowej i walutowy)	



**Tablica 2 cd. Obraz informacji na temat źródeł syntetycznego kapitału własnego**

Lp.	Podmiot	Poziom 1 analizy treści				Poziom 2 analizy treści		Informacja o derywatach (D)
		SU		SD		Informacja o ubezpieczeniach (U)	Rodzaj (różne pochodne walutowe)	
		SU.1	SU.2	SD.1	SD.2			
10.	PGNiG		X	X			Rodzaj (różne pochodne walutowe)	
11.	Synthos	X			X	Rodzaj (all risk, mienia w transporcie, budowa/montaż, OC działalności)	Rodzaj (różne pochodne walutowe, towarowe i na uprawnienia do emisji CO2)	
12.	Tauron		X	X			Rodzaj (swapy i forward walutowe i stopy procentowej)	
13.	TP SA		X	X			Rodzaj (różne pochodne walutowe)	
14.	TVN	X		X		Komunikat: „stosuje polisy zwyżajowo zawierane w branży” — brak szczegółów		
Razem		9	5	12	2			

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów rocznych badanych spółek za rok 2011.

płaconych składkach i otrzymanych odszkodowaniach można było wnioskować, że spółka posiadała umowę ubezpieczenia.

W zakresie poziomu komponentów syntetycznego kapitału własnego w badanych spółkach, informacja jest już zdecydowanie zawężona w odniesieniu do ubezpieczeń (w porównaniu z informacją o derywatach) (por. dane w tablicy 3). Tylko jedna z analizowanych spółek podała w raporcie rocznym informację na temat wysokości sumy ubezpieczenia w posiadanych polisach. W przypadku instrumentów pochodnych, wszystkie spółki, które informowały o ich zastosowaniu, jednocześnie podawały informację na temat ich wartości.

Analizując obraz informacji pozwalającej na ewentualne ustalenie kosztu komponentów syntetycznego kapitału własnego w badanych spółkach należy stwierdzić, iż dane na ten temat są bardzo ograniczone. Jak wynika z danych w tablicy 4, w przypadku raportów rocznych 6 spółek zidentyfikowano informacje na temat wysokości zapłaconych składek i otrzymanych odszkodowań, co jednak z racji braku danych na temat wysokości sumy ubezpieczenia, nie pozwala jednoznacznie określić poziomu ich kosztów. Z kolei w odniesieniu do instrumentów pochodnych, tylko jedna spółka podała informację na temat wysokości depozytów zabezpieczających, które mogą być traktowane jako koszt zawieranych transakcji.

**Tablica 3. Obraz informacji na temat poziomu syntetycznego kapitału własnego**

Lp.	Podmiot	Poziom 1 analizy treści				Poziom 2 analizy treści	
		LU		LD		Informacja o ubezpieczeniach (U)	Informacja o derywatach (D)
		LU.1	LU.2	LD.1	LD.2		
1.	Assecopol		X	X			Wycena kontraktów forward
2.	Bogdanka		X		X		
3.	Boryszew	X		X		Wartość sumy ubezpieczenia	
4.	GTC		X	X			Wycena instrumentów pochodnych
5.	JSW		X	X			Wycena forward walutowych

**Tablica 3 cd. Obraz informacji na temat poziomu syntetycznego kapitału własnego**

Lp.	Podmiot	Poziom 1 analizy treści				Poziom 2 analizy treści	
		LU		LD		Informacja o ubezpieczeniach (U)	Informacja o derywatach (D)
		LU.1	LU.2	LD.1	LD.2		
6.	KGHM		X	X			Wycena pochodnych
7.	Lotos		X	X			Wycena pochodnych
8.	PKN Orlen		X	X			Wycena pochodnych
9.	PGE		X	X			Wycena pochodnych
10.	PGNiG		X	X			Wycena pochodnych
11.	Synthos		X		X		
12.	Tauron		X	X			Wycena pochodnych
13.	TP SA		X	X			Wycena pochodnych
14.	TVN		X	X			Wycena pochodnych
Razem		1	13	12	2		

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów rocznych badanych spółek za rok 2011.

**Tablica 4. Obraz informacji na temat kosztu syntetycznego kapitału własnego**

Lp.	Podmiot	Poziom 1 analizy treści				Poziom 2 analizy treści	
		CU		CD		Informacja o ubezpieczeniach (U)	Informacja o derywatach (D)
		CU.1	CU.2	CD.1	CD.2		
1.	Assecopol	X			X	Wysokość zapłaconych składek i otrzymanych odszkodowań	
2.	Bogdanka		X		X		

**Tablica 4 cd. Obraz informacji na temat kosztu syntetycznego kapitału własnego**

Lp.	Podmiot	Poziom 1 analizy treści				Poziom 2 analizy treści	
		CU		CD		Informacja o ubezpieczeniach (U)	Informacja o derywatach (D)
		CU.1	CU.2	CD.1	CD.2		
3.	Boryszew	X			X	Wysokość zapłaconych składek i otrzymanych odszkodowań	
4.	GTC		X		X		
5.	JSW		X		X		
6.	KGHM	X			X	Wysokość zapłaconych składek i otrzymanych odszkodowań	
7.	Lotos	X		X		Wysokość zapłaconych składek	Depozyty zabezpieczające dla kontraktów futures
8.	PKN Orlen		X		X		
9.	PGE	X			X	Wysokość zapłaconych składek i otrzymanych odszkodowań	
10.	PGNiG	X			X	Wysokość zapłaconych składek i otrzymanych odszkodowań	
11.	Synthos		X		X		
12.	Tauron		X		X		
13.	TP SA		X		X		
14.	TVN		X		X		
Razem		6	8	1	13		

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów rocznych badanych spółek za rok 2011.

## Zakończenie

Zebrane dane pozwalają stwierdzić, że w odniesieniu do zbadanych spółek, postawiona hipoteza badawcza znalazła potwierdzenie. Wyniki badań wskazują, że o ile informacja o ewentualnym stosowaniu źródeł kapitału uznawanych za syntetyczny kapitał własny jest w pewnym zakresie obecna w raportach rocznych badanych spółek, o tyle informacja na temat ich poziomu i kosztu — już nie. Sytuacja ta wynika zapewne z obowiązujących regulacji prawnych i praktyk raportowania stosowanych przez badane spółki, niedostosowanych do ewentualnego prezentowania informacji pozwalających ustalić poziom i koszt syntetycznego kapitału własnego w przedsiębiorstwie. W konsekwencji, informacje zawarte w analizowanych raportach rocznych nie są wystarczające dla ewentualnego pomiaru średniego ważonego kapitału w warunkach zarządzania ryzykiem ( $WACC_{RM}$ ), w ramach koncepcji kapitału ryzyka w przedsiębiorstwie ( $TC_{RM}$ ).

Interesującym kierunkiem, a zarazem wyzwaniem badawczym, jest odkrywanie powodów, dla których spółki nie przekazują tego typu informacji uczestnikom rynku finansowego. Z racji nowości koncepcji kapitału na pokrycie ryzyka, nie można oczywiście oczekiwać, że spółki znają tę koncepcję i dostrzegają sens uwzględniania jej w swoich analizach i w zarządzaniu finansami (w tym w ujęciu empirycznym, na przykład poprzez pomiar  $WACC_{RM}$ ). Szczególnie ciekawym nurtem badań wydaje się odkrycie powodów, dla których spółki nie informują interesariuszy o stosowaniu ubezpieczeń (w tym poziomie sum, składek i odszkodowań ubezpieczeniowych) — co wpisuje się przecież w problem zarządzania ryzykiem, podlegający wymogom raportowania.

## Literatura

1. Abraham S., Cox P. (2007), *Analysing the determinants of narrative risk information in UK FTSE 100 annual reports*, „The British Accounting Review”, vol. 39, no. 3.
2. Antoszkiewicz J. (1982), *Metody heurystyczne*, PWE, „Warszawa.
3. Culp C. (2002a), *The Art of Risk Management. Alternative Risk Transfer, Capital Structure and the Convergence of Insurance and Capital Markets*, John Wiley & Sons, New York.

4. Culp C. (2002b), *The Revolution in Corporate Risk Management: A Decade of Innovations in Process and Products*, „Journal of Applied Corporate Finance”, vol. 14, no. 4.
5. Deumes R. (2008), *Corporate Risk Reporting. A Content Analysis of Narrative Risk Disclosures in Prospectuses*, „Journal of Business Communication”, vol. 45, no. 2.
6. Duliniec A. (2011), *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*, PWE, Warszawa.
7. Gray R., Kouhy R., Lavers S. (1995), *Methodological Themes. Constructing a Research Database of Social and Environmental Reporting by UK Companies*, „Accounting, Auditing & Accountability Journal”, vol. 8, no. 2.
8. Hsieh H., Shannon S.E. (2005), *Three Approaches to Qualitative Content Analysis*, „Qualitative Health Research”, October.
9. Lajili K., Zeghal D. (2005), *A content analysis of risk management disclosures in Canadian annual reports*, „Canadian Journal of Administrative Sciences”, vol. 22, no. 2.
10. Linsley P.M., Shrivies P.J. (2006), *Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies*, „The British Accounting Review”, vol. 38, no. 4.
11. Ritchey T. (2009), *Developing Scenario Laboratories with Computer-Aided Morphological Analysis*, [http://www.dodccrp.org/events/14th\\_iccrts\\_2009/papers/003.pdf](http://www.dodccrp.org/events/14th_iccrts_2009/papers/003.pdf), dostęp dnia 15.01.2013.
12. Shimpi P. (2001), *The Insurative Model*, „Risk Management”, vol. 48, no. 8.
13. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz. U. Nr 184, poz. 1539, z późn. zm.
14. Vaughan E.J., Vaughan T. (2003), *Fundamentals of Risk and Insurance*, John Wiley & Sons, New York.
15. Weber R.P. (1990), *Basic Content Analysis*, „Sage University Paper Series on Quantitative Applications in the Social Sciences”, Series No. 07-049.
16. Wieczorek-Kosmala M. (2010), *Przegląd metod finansowania ryzyka w przedsiębiorstwie*, [w:] *Ryzyko w finansach i bankowości*, red. B. Filipiak, M. Dylewski, Difin, Warszawa.
17. Wieczorek-Kosmala M. (2011a), *Aplikacja instrumentów alternatywnego finansowania ryzyka (ARF) – nowy wymiar retencji ryzyka w przedsię-*

biorstwie, [w:] *Ubezpieczenia gospodarcze i społeczne. Wybrane zagadnienia ekonomiczne*, red. W. Sułkowska, Oficyna Wydawnicza Wolters Kluwer, Warszawa.

18. Wieczorek-Kosmala M. (2011b), *Koncepcja Total Average Cost of Capital jako nowoczesne spojrzenie na koszt kapitału przedsiębiorstwa w warunkach zarządzania ryzykiem*, [w:] *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Finanse przedsiębiorstw*, red. S. Wrzosek, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu Nr 172, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław.
19. Williams Ch.A., Heins R.M. (1989), *Risk Management and Insurance*, McGraw-Hill New York-St. Luis-San Francisco.

## Streszczenie

Artykuł przedstawia wyniki badań ukierunkowanych na identyfikację obrazu syntetycznego kapitału własnego w informacji sprawozdawczej przedsiębiorstwa. Badania przeprowadzono na podstawie analizy treści raportów rocznych spółek indeksu WIG20. Głównym celem badań było stwierdzenie możliwości uzyskania informacji na temat poziomu i kosztu syntetycznego kapitału własnego, które niezbędne są do oszacowania średnioważonego kosztu kapitału przedsiębiorstwa zarządzającego ryzykiem ( $WACC_{RM}$ ) zgodnie z koncepcją kapitału ryzyka i całkowitego kosztu ryzyka ( $TC_{RM}$ ).

Wyniki badań wskazują, że w raportach rocznych zwykle dostępna jest informacja o stosowaniu źródeł syntetycznego kapitału własnego. Jednak brakuje danych na temat ich poziomu i kosztu. Sytuacja ta wynika zapewne z obowiązujących regulacji i praktyk raportowania w badanych spółkach, niedostosowanych do prezentowania informacji pozwalających na ustalenie poziomu i kosztu syntetycznego kapitału własnego, a w konsekwencji na pomiar średniego ważonego kosztu kapitału w ramach koncepcji kapitału ryzyka.

W związku z otrzymanymi rezultatami, pojawiają się nowe kierunki badań podejmujące problem przyczyn, dla których spółki publiczne nie przekazują tego typu informacji interesariuszom. Z racji nowości koncepcji kapitału na pokrycie ryzyka, trudno oczekiwać, że spółki znają ją i wykorzystują w swoich decyzjach finansowych. Ciekawym nurtem badań wydaje się jednak odkrycie powodów, dla których spółki nie informują interesariuszy szczegółowo o stosowaniu ubezpieczeń – co wpisuje się przecież w problem raportowania ryzyka.

## Słowa kluczowe

finansowanie ryzyka, koszt kapitału, syntetyczny kapitał własny

### **The picture of company's synthetic equity capital in financial reporting (Summary)**

This paper presents the results of research focused on the picture of company's synthetic equity capital in financial reporting. The research was based on the content analysis of annual reports of chosen companies listed within WIG20 index. The main objective was to identify information about the level and cost of synthetic equity — data required to estimate the weighted average cost of capital for the company managing risk ( $WACC_{RM}$ ) based on the risk capital and total cost of risk concept ( $TC_{RM}$ ).

The results indicate that information about the applied sources of synthetic equity is often available in the annual reports. However, there is no information about its level and cost. This situation can be explained by the regulation and reporting practices that are not adjusted to the requirements of presenting information about the synthetic equity. As a consequence, there is not enough information to estimate the weighted average cost of capital in terms of risk capital concept.

These results open new interesting problems for further research within the identification of reasons for the information gap concerning the synthetic equity. As the risk capital concept is relatively new, it cannot be expected that the companies know it and apply in their financial management. However, it would be interesting to find out why there is so little information about insurance programs applied by companies, as they are strictly connected with the risk reporting problem.

### **Keywords**

risk finance, cost of capital, synthetic equity