



Instytut Finansów  
Bankowości i Ubezpieczeń  
Uniwersytet Łódzki



*Redakcja naukowa*

**Andrzej Bogus**  
**Mirosław Wypych**

# Harmonizacja rynków finansowych i finansów przedsiębiorstw

*w sferze narodowej i europejskiej*

**Difin**



Redakcja naukowa

Andrzej Bogus

Mirosław Wypych

# Harmonizacja rynków finansowych i finansów przedsiębiorstw *w skali narodowej i europejskiej*

**Difin**



Recenzent:  
prof. dr hab. Piotr Karpuś

307482



Publikacja dofinansowana przez Narodowy Bank Polski  
oraz Związek Banków Polskich

Copyright © by Centrum Doradztwa i Informacji  
Difin sp. z o.o., Warszawa 2007 r.  
Wszelkie prawa zastrzeżone.  
Kopiowanie, przedrukowywanie i rozpowszechnianie  
całości lub fragmentów niniejszej pracy  
bez zgody wydawcy zabronione.

Redaktor prowadzący:  
dr Monika Szczerbak

ISBN 978-83-7251-766-1

Printed in Poland

Centrum Doradztwa i Informacji Difin sp. z o.o.,  
Warszawa 2007 r.

00-768 Warszawa, ul. F. Kostrzewskiego 1,  
tel. (0-22) 851-45-61, (0-22) 851-45-62,  
fax (0-22) 841-98-91

Skład i łamanie: Z. Wasilewski,  
Warszawa, tel. (0-22) 642-05-20

Wydrukowano w Polsce

## Spis treści

<b>Wprowadzenie</b> .....	11
<b>Rozdział 1</b>	
<b>Procesy integracji rynków finansowych w UE i na świecie</b> .....	13
1. Struktura rynkowego systemu finansowego a funkcjonowanie gospodarki <i>Kasprzak Anna</i> .....	15
2. Integracja finansowa krajów Unii Gospodarczej i Walutowej <i>Musielak-Linkowska Magdalena</i> .....	23
3. Globalizacja jako czynnik warunkujący kształt współczesnych rynków finansowych <i>Tokajuk Ewa</i> .....	32
4. Integracja rynków pieniężnych w Eurosystemie <i>Bogołębska Joanna</i> .....	42
5. Finanse osobiste w integracji i globalizacji rynków finansowych <i>Ostrowska Małgorzata</i> .....	51
6. Fuzje i przejęcia w międzynarodowym przepływie kapitału <i>Zadora Halina</i> .....	59
7. Harmonizacja regulacji na islamskich rynkach finansowych <i>Piotrowski Dariusz</i> .....	68
8. Harmonizacja infrastruktury rozrachunkowo-rozliczeniowej w procesie budowy jednolitego europejskiego rynku finansowego na przykładzie SEPA i Target 25 <i>Żabińska Joanna</i> .....	78
9. Rynek krótkoterminowych papierów wartościowych strefy euro <i>Mitręga-Niestrój Krystyna, Puszer Blandyna</i> .....	88



10. Uwarunkowania pomocy MFW w warunkach europejskich <i>Munyama Killion</i> .....	98
11. Standardy opcji na największych giełdach w Europie <i>Królik Katarzyna</i> .....	108
12. Finansowanie systemów rekompensat dla inwestorów w państwach członkowskich UE <i>Janusz Alicja</i> .....	117

## Rozdział 2

### Polski rynek finansowy – tendencje rozwojowe 129

1. Polski rynek kapitałowy w świetle procesów integracji Unii Europejskiej <i>Ejsymont Adam</i> .....	131
2. Wybrane aspekty harmonizacji rynku nieruchomości i rynku kapitałowego <i>Marchlewski Konrad</i> .....	140
3. System wartości młodych Polaków a ich skłonność do oszczędzania <i>Kłopotka Aneta</i> .....	150
4. Makroekonomiczne uwarunkowania rozwoju rynku publicznych emisji akcji <i>Nikołajczuk Sergiusz</i> .....	160
5. Banki w roli instytucji zajmujących się organizacją rynku pierwotnego i obrotu wtórnego na rynku skarbowych instrumentów dłużnych <i>Czechowska Dorota</i> .....	170
6. Stan i perspektywy rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie <i>Gruszczyńska-Broźbar Elżbieta</i> .....	180
7. Jak wykorzystać brak efektywności na GPW? <i>Aspadarec Waldemar</i> .....	189
8. Produkty strukturyzowane na GPW w Warszawie – charakterystyka oraz ocena perspektyw rozwoju <i>Buszko Michał</i> .....	199
9. Fundusze parasolowe na polskim rynku kapitałowym <i>Miziołek Tomasz</i> .....	209
10. Możliwość wykorzystania indeksu funduszy inwestycyjnych jako wzorca odniesienia dla wyników funduszy inwestycyjnych <i>Dawidowicz Dawid</i> .....	218
11. Stopy zwrotu oraz zasady konstrukcji indeksów funduszy hendingowych <i>Pruchnicka-Grabias Izabela</i> .....	227

12. Podział akcji w analizie zdarzeń na przykładzie polskiego rynku kapitałowego <i>Czapiewski Leszek</i> .....	236
13. Wyniki pomiaru dodatkowych stóp zwrotu fuzji i przejęć w Polsce <i>Perepeczko Agnieszka</i> .....	243
14. Charakterystyka i zastosowanie skryptów dłużnych indeksowanych do zdarzeń kredytowych <i>Huterska Agnieszka</i> .....	255
15. Funkcjonowanie i rozwój rynku windykacji w Polsce <i>Cichy Janusz</i> .....	264

## Rozdział 3

### Instytucje finansowe i ich strategie 271

1. Konglomeraty finansowe – wyzwania nadzorczo-regulacyjne <i>Iwanicz-Drozdowska Małgorzata</i> .....	273
2. Pojęcie „instytucji parabankowej” w terminologii aktów prawnych Unii Europejskiej i Polski <i>Ziętera Anna</i> .....	280
3. Niebankowa instytucja pośrednicząca jako szczególny podmiot pośrednictwa finansowego <i>Korenik Dorota</i> .....	289
4. Niebankowe instytucje mikrofinansowe na rynku usług finansowych w Polsce <i>Alińska Agnieszka</i> .....	299
5. Instytucje finansowe na polskim rynku wysokiego ryzyka <i>Krawczyk Marzena</i> .....	309
6. Wpływ rozwoju sektora funduszy hedgingowych na stabilność systemu finansowego <i>Wiśniewska Ewelina</i> .....	318
7. Strategie inwestycyjne OFE w latach 1999–2006 <i>Frasyniuk-Pietrzyk Magdalena</i> .....	326
8. Konsekwencje wykorzystania nowych technologii przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych na przykładzie Pioneer Pekao TFI <i>Antkiewicz Sławomir</i> .....	335
9. Finansowe skutki wprowadzenia reformy emerytalnej z punktu widzenia Powszechnych Towarzystw Emerytalnych (w latach 1999–2005) <i>Kołosowska Bożena</i> .....	346



10. Relacje między towarzystwem a funduszem inwestycyjnym – aspekty finansowe i efektywnościowe <i>Wypych Mirosław</i> .....	356
11. Offshoring w instytucjach finansowych <i>Harasim Janina</i> .....	364
12. Znaczenie i rozwój sekurytyzacji na rynku finansowym <i>Dębiewska Maria, Długosz Joanna</i> .....	374
13. Sekurytyzacja w Polsce – podmioty, bariery i kierunki rozwoju <i>Fila Joanna</i> .....	387

## Rozdział 4

<b>Strategie i formy finansowania przedsiębiorstw</b> .....	397
1. Pozyskiwanie kapitału przez przedsiębiorstwa w sytuacjach kryzysowych <i>Lukasik Gabriela</i> .....	399
2. Zmiany w systemie zasilania kapitałowego przedsiębiorstw w Polsce <i>Kubiak Jarosław, Nowaczyk Tomasz</i> .....	408
3. Strategie podwyższania kapitału własnego spółek akcyjnych w świetle badań empirycznych <i>Błach Joanna</i> .....	418
4. Finansowanie typu mezzanine w działalności przedsiębiorstw <i>Grzywacz Jacek, Burżacka-Majcher Monika</i> .....	428
5. Niektóre strategie podatkowe i paropodatkowe jako specyficzne źródło i formy finansowania małych przedsiębiorstw <i>Ickiewicz Janina</i> .....	441
6. Podatek dochodowy a akumulacja kapitału <i>Iwin-Garzyńska Jolanta</i> .....	450
7. Pomoc publiczna jako instrument wspierania działalności małych i średnich przedsiębiorstw <i>Gorzatczyńska-Koczkodaj Małgorzata</i> .....	458
8. Czynniki kształtujące strukturę kapitału małego i średniego przedsiębiorstwa – przegląd <i>Adamek Jacek</i> .....	469
9. Fundamentalne bariery rozwojowe sektora MSP <i>Kurowska Maria</i> .....	479
10. Motywy wyboru kredytu kupieckiego przez mikro przedsiębiorstwa <i>Zawadzka Danuta</i> .....	488

<b>Rozdział 5</b>	
<b>Wybrane aspekty harmonizacji zarządzania finansami przedsiębiorstw</b> .....	497
1. Integracja europejska i jej wpływ na kształtowanie wynagrodzeń i kosztów pracy – konsekwencje dla polskich przedsiębiorstw <i>Marzec Anna, Redel Danuta</i> .....	499
2. Ocena przyszłej kondycji finansowej przedsiębiorstwa a spójność metodologiczna procesu planowania <i>Gryko Józefa Monika</i> .....	510
3. Dylematy memoriałowego pomiaru rentowności <i>Maślanka Tomasz</i> .....	520
4. Harmonizacja rachunkowości <i>Olchowicz Irena</i> .....	531
5. Współczesne tendencje w zakresie polityki dywidendy – implikacje dla polskich przedsiębiorstw <i>Adamczyk Adam</i> .....	541
6. Sprzedaż i emisja akcji a własność i kontrola w spółkach akcyjnych – wybrane zagadnienia <i>Uchman Jacek</i> .....	549
7. Bilansowe aspekty ujęcia i wyceny wartości firmy <i>Michalczyk Grażyna</i> .....	558
8. Analiza klientów w kontekście zarządzania wartością przedsiębiorstwa <i>Nita Bartłomiej</i> .....	568
9. Minimalizacja obciążeń podatkowych w spółkach kapitałowych <i>Pawłowska Anna</i> .....	579
10. Kierunki przerzucania dochodu przez podmioty powiązane w świetle badań empirycznych <i>Wiłczak Radosław, Fila Joanna</i> .....	588

## Rozdział 6

<b>Inwestycje – finansowanie i analiza efektywności</b> .....	597
1. Kapitał prywatny w finansowaniu projektów infrastrukturalnych w ramach programu operacyjnego Unii Europejskiej Infrastruktura i Środowisko <i>Brzozowska Krystyna</i> .....	599
2. Polski system rekompensat dla inwestorów na tle Dyrektywy Investor Compensation Dyrektywe (ICD) i rozwiązań modelowych <i>Janik Bogna</i> .....	608



3. Ocena opłacalności inwestycji w warunkach konfliktu interesu <i>Skowroński Adam</i> .....	618
4. Stopa dyskontowa w ocenie opłacalności inwestycji międzynarodowych <i>Różański Jerzy</i> .....	628
5. <i>Private equity</i> jako instrument wspomagający finansowanie innowacji <i>Mikołajczyk Olga</i> .....	635
6. Rola państwa we wspieraniu inwestycji <i>private equity</i> <i>Fałat-Kilijańska Ilona</i> .....	646
7. Ograniczanie problemu niedoinwestowania poprzez wykorzystanie <i>project finance</i> i sekurytyzacji aktywów <i>Jewartowski Tomasz, Lizińska Joanna</i> .....	655
8. Atrakcyjność inwestycyjna miasta Łodzi <i>Młynarczyk-Sącińska Aneta</i> .....	664
9. Problem finansowania sieci dróg w Polsce <i>Królikowski Aleksander</i> .....	673
10. Amortyzacja jako źródło finansowania odtworzenia składników majątku trwałego <i>Konieczny Zygmunt</i> .....	682
11. Ocena różnych form finansowania inwestycji w przedsiębiorstwie. Leasing a kredyt <i>Jurek Kinga</i> .....	691

## Wprowadzenie

Rozwój rynków finansowych jest szczególną właściwością współczesnych systemów ekonomicznych. Stają się one coraz bardziej znaczącym źródłem pozyskiwania kapitałów, jak również są obszarem lokat finansowych. Ich rozwój wyznacza możliwości finansowania sektora publicznego jak i przedsiębiorstw komercyjnych i gospodarstw domowych. W warunkach globalizacji procesów gospodarczych i swobody przepływu kapitałów ujednocianie konstrukcji instrumentów i mechanizmów ich funkcjonowania staje się olbrzymim wyzwaniem dla konkurencyjnych gospodarek poszczególnych krajów. Stąd podejmowanie badań teoretycznych oraz przeprowadzanie studiów porównawczych ma ogromne znaczenie dla tworzenia koncepcyjnej przestrzeni stwarzającej możliwości intensywnego ich rozwoju.

Przedmiotem przedstawionej publikacji jest zbiór opracowań podporządkowanych wyznaczeniu głównych kierunków rozwoju rynków finansowych z uwzględnieniem ich roli w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw. Niemniej istotnym aspektem rozpatrywanych zagadnień jest wpływ harmonizacji tych rynków na przepływy kapitałów oraz efektywność procesów inwestycyjnych. Takie ujęcie problematyki rynków finansowych nie jest typowe dla dotychczasowych opracowań naukowych z tego zakresu. Oryginalnością przedstawionej publikacji jest szerokie ujęcie komparatystyczne rozwijających się rynków finansowych w różnych krajach z jednoczesnym zwróceniem uwagi na imperatyw ich harmonizacji.

Zawarte w monografii artykuły stanowią dorobek studiów teoretycznych i empirycznych znaczących ośrodków naukowych w Polsce, co pozwoliło w sposób kompleksowy przedstawić aktualny stan wiedzy dotyczącej rynków finansowych i ich symbiozy z zarządzaniem finansami przedsiębiorstw. Dodatkowym walorem publikacji jest zaznaczany często aspekt aplikacyjny dotyczący kierunków rozwoju poszczególnych segmentów rynków finansowych.