

Nr 1159

PRACE NAUKOWE

Akademii Ekonomicznej
im. Oskara Langego we Wrocławiu

Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Redaktorzy naukowci

**Bogumił Bernaś
Wiesław Pluta**

Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej
im. Oskara Langego we Wrocławiu
Wrocław 2007



Komitety Redakcyjny

*Andrzej Matysiak (przewodniczący),
Tadeusz Borys, Jan Lichtarski, Adam Nowicki, Zdzisław Pisz,
Waldemar Podgórski, Wanda Ronka-Chmielowiec, Jan Skalik, Stanisław Urban*

Recenzenci

*Aurelia Bielawska, Irena Pyka, Maria Sierpińska,
Waldemar Tarczyński, Jerzy Węclawski, Dariusz Zarzecki*

Redakcja wydawnicza

Dorota Pitulec, Aleksandra Śliwka

Korekta

Zespół

Skład i łamanie

Anna Kowalik

Projekt okładki

Beata Dębska

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu
Wrocław 2007

PL ISSN 0324-8445

SPIS TREŚCI

Wstęp	11
Sławomir Antkiewicz: Wykorzystanie opcji realnych w wycenie projektów inwestycyjnych na przykładzie przemysłu farmaceutycznego	13
Bogumił Bernaś, Paweł Kowalik: Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych do nowych krajów członkowskich Unii Europejskiej	23
Sylvia Bożek-Węglarz: Nieruchomości jako lokaty przedsiębiorstw ubezpieczeniowych	37
Marzena Chmielewska: Płynność natychmiastowa a efektywność gospodarowania spółdzielni mleczarskich	46
Filip Chybalski: Analiza podobieństwa portfeli inwestycyjnych OFE z wykorzystaniem metod taksonomicznych	56
Anna Czarny: Koncepcja systemu wczesnego ostrzegania – ujęcie sytuacyjne	69
Joanna Duda: Działalność inwestycyjna polskiego sektora MŚP po przystąpieniu do Unii Europejskiej	79
Danuta Dziawgo: Ewolucja międzynarodowego rynku finansowego a zarządzanie finansami firm – przyczynek do dyskusji	87
Ewa Dziawgo: Miary zagrożenia w zarządzaniu inwestycjami	98
Leszek Dziawgo: Spółki wobec ochrony środowiska a rynek kapitałowy	106
Magdalena Grabowska: Zarządzanie płynnością grupy kapitałowej	115
Izabela Iwanienko: Charakterystyka form prawnych <i>commercial papers</i> emitowanych w Polsce	125
Sebastian Jabłoński, Maciej Waszkiewicz: Istota zjawiska <i>private equity/venture capital</i> (przykład Polski)	135
Sebastian Jabłoński, Maciej Waszkiewicz: Znaczenie gospodarcze <i>private equity/venture capital</i> dla <i>emerging markets</i> (przykład Polski)	145
Teresa Jajuga: Wpływ decyzji inwestycyjnych i finansowych na elastyczność strategiczną przedsiębiorstwa	165
Michał Kaldonński, Jacek Mizerka: Identyfikacja i wycena prywatnych korzyści z kontroli	173
Marta Kluzek: Amortyzacja jako instrument optymalizacji podatkowej	186
Bohuslava Knapová: The Comparison of Entrepreneurial Firms for the Use of Financial Management	195
Paweł Kowalik: Rozwój gospodarczy Irlandii na podstawie niektórych wskaźników makroekonomicznych	200
Waldemar Kozłowski: Strategiczna karta inwestycyjna	213

Dorota Kwiatkowska-Ciotucha: Możliwości finansowania rozwoju kadr przedsiębiorstw z Europejskiego Funduszu Społecznego. Założenia i realizacja	221
Magdalena Ligus: Ocena ekonomicznej efektywności inwestycji w energetykę wiatrową – analiza studium przypadku	230
Joanna Lizińska: Relacje aranzera i spółki celowej w transakcjach sekurytyzacji aktywów – poszukiwanie granic firmy	241
Grażyna Michalczuk: Aktywa niematerialne jako źródło tworzenia wartości rynkowej przedsiębiorstwa	249
Grzegorz Michalski: Elementy teorii portfela w zarządzaniu należnościami ...	260
Bartłomiej Nita: Europejskie podejścia do budowania wielowymiarowych kart dokonań przedsiębiorstwa	274
Wiesława Olkowska: Podatek od towarów i usług w świetle innych podatków państwowych w Polsce w latach 2000-2004	285
Marek Pauka: Innowacje na rynku krótkoterminowych papierów dłużnych w Polsce	294
Bogusław Półtorak: Instytucjonalne czynniki niedoskonałości rynku mieszkaniowego w Polsce	303
Izabela Pruchnicka-Grabias: Strategie inwestycyjne i wyniki finansowe funduszy hedgingowych	312
Waldemar Rogowski: Dylematy i problemy związane z wykorzystywaniem w warunkach polskich modeli oceny zagrożenia upadłością	320
Włodzimierz Rudny: Dwumianowy model wyceny rzeczowej opcji złożonej	328
Bożena Ryszawska-Grzeszczak: Nowe instrumenty polityki spójności Unii Europejskiej na lata 2007-2013	338
Rafał Siedlecki: Metoda wyznaczania sygnałów ostrzegawczych w przedsiębiorstwie na podstawie pasm strategicznych	348
Katarzyna Sieradzka: Fundusze strukturalne a małe i średnie przedsiębiorstwa w Polsce	358
Agnieszka Siewiera: Działalność inwestycyjna przedsiębiorstw a efektywnościowe strategie inwestycyjne	367
Przemysław Siudak: Wpływ pierwotnych procedur tworzenia specjalnych stref ekonomicznych w Polsce na efekty funkcjonowania tych stref	376
Tomasz Słoński: Wpływ różnych systemów opodatkowania dywidend w krajach Unii Europejskiej na wymaganą stopę zwrotu z akcji	387
Andrzej Sołoma: Nieklienci i antyklienci banków. Z kręgu rozważań o niechęciach właścicieli firm mikro i małych wobec banków	400
Wacława Starzyńska, Sławomir Popławski: Konkurencyjność zamówień publicznych – analiza na podstawie sprawozdań podmiotów zamawiających z lat 2004-2005	408

Leszek Tarasiński: Kapitał zagraniczny a bezpośrednie inwestycje zagraniczne w ujęciu modelu Mundella-Fleminga	420
Josef Valach: Some New Tendencies in Development of Long-term Financial Management	432
Mirosław Wasilewski: Poziom wskaźnika szybkiej płynności finansowej a efektywność przedsiębiorstw rolniczych	441
Anna Wolak-Tuzimek: Wpływ innowacyjności na konkurencyjność małych i średnich przedsiębiorstw	453
Stefan Wrzosek: Znaczenie i możliwości poprawy precyzji rachunku wartości bieżącej i przyszłej strumienia dochodów przedsiębiorstwa	462
Mirosław Wypych: Pozycja konkurencyjna spółek giełdowych kontrolowanych przez inwestorów zagranicznych	468
Beata Zaleska: Finansowanie działalności samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej lecznictwa stacjonarnego	476
Danuta Zawadzka: Zmiany na rynku usług faktoringowych na świecie	488

Summaries

Sławomir Antkiewicz: The Real Options Method for Evaluating Investment Projects on the Example of Pharmaceutical Industry	22
Bogumił Bernaś, Paweł Kowalik: Foreign Direct Investment in New Member States of the European Union	36
Sylvia Bożek-Węglarz: Properties as Investments of Insurance Companies ...	45
Marzena Chmielewska: Cash Liquidity and Efficiency of Farming of Creamery Cooperative	55
Filip Chybalski: Analysis of the Similarity of Open Pension Funds Portfolios Using Taxonomical Methods	68
Anna Czarny: Early Warning System Concept – Situational Approach	78
Joanna Duda: Investment Activity of the Polish SME Sector After the Accession to the European Union	86
Danuta Dziawgo: International Financial Markets Evolution and Financial Management (in Outline)	97
Ewa Dziawgo: Downside Risk Measures in Investment Management	105
Leszek Dziawgo: Companies Attitudes of Environmental Protection and Capital Market	114
Magdalena Grabowska: Liquidity Management of Capital Group	124
Izabela Iwanienko: The Essence and the Classification of Forms of Legal Issued Commercial Papers in Poland	134

Sebastian Jabłoński, Maciej Waszkiewicz: The Nature of Private Equity/ Venture Capital	144
Sebastian Jabłoński, Maciej Waszkiewicz: Economical Drift of Private Equity/Venture Capital in the Emerging Markets	164
Teresa Jajuga: Influence of Investment and Financing Decisions on the Strategic Flexibility of an Enterprise	172
Michał Kaldowski, Jacek Mizerka: Identification and Valuation of Private Benefits of Control	185
Marta Kluzek: Depreciation as a Tool of Tax Optimalization	194
Bohuslava Knapová: Porównanie przedsiębiorstw dla potrzeb zarządzania finansami	199
Paweł Kowalik: Economic Development of Ireland Based on Some Macroeconomic Rates	212
Waldemar Kozłowski: The Balanced Scoreinvestment	220
Dorota Kwiatkowska-Ciotucha: Possibilities of Firms' Staff Development Financing from the European Social Fund	229
Magdalena Ligus: Economic Effectiveness of Wind Energy Projects Assessment – the Case Study	240
Joanna Lizińska: Relations between Originator and Special Purpose Vehicle in Securitization Transactions – Searching for Boundaries of the Firm	247
Grażyna Michalczuk: Intangible Assets as a Source for Creating Company Market Value	259
Grzegorz Michalski: Operational Risk of the Buyers – Portfolio Management Approach in Accounts Receivables Management	273
Bartłomiej Nita: European Approach to Creation Multidimensional Corporate Scorecards	284
Wiesława Olkowska: The Tax on Goods and Services (VAT) against Other State Taxes in Poland between 2000 and 2004	293
Marek Pauka: Innovations on the Commercial Paper Market in Poland	302
Bogusław Półtorak: Institutional Determinants of Imperfect Residential Market in Poland	311
Izabela Pruchnicka-Grabias: Hedge Funds as Long-term Investments	319
Waldemar Rogowski: Methodological Dilemmas and Problems Application of Bankruptcy Models in Poland	327
Włodzimierz Rudny: Binominal Model of Valuation of a Compound Real Option	337
Bożena Ryszawska-Grzeszczak: The New Instruments of European Cohesion Policy (2007-2013)	347
Rafał Siedlecki: Method of Determining Warning Signals Based on Strategic Band	357

Katarzyna Sieradzka: Structural Funds and Their Absorption by the SMES Sector in Poland	366
Agnieszka Siewiera: Company's Investment Activity and Efficient Investment Strategies	374
Przemysław Siudak: The Influence of Primary Procedures Concerning Constituting Special Economic Zones in Poland on the Effects of their Functioning	386
Tomasz Słoński: The Impact of Taxation System in EU Countries on Required Rate of Return	399
Andrzej Soloma: Nonclients and Anticlients of Banks. Deliberations on Reluctance of Micro and Small Business Owners Towards Banks	407
Wacława Starzyńska, Sławomir Popławski: The Public Procurement Competitiveness – Analysis Based on the Annual Reports of Purchasing Entities from the Years 2004-2005	419
Leszek Tarasiński: Foreign Capital and Foreign Direct Investment in the Mundell-Fleming's Model	431
Josef Valach: Kilka uwag o zmianach w długoterminowym zarządzaniu przedsiębiorstwem	440
Mirosław Wasilewski: Quick Ratio Level and Agricultural Enterprises' Effectiveness	452
Anna Wolak-Tuzimek: The Innovativeness Influence on Small and Medium Sized Enterprises Competitiveness	461
Stefan Wrzosek: The Importance and Ways to Improve Precision of Present and Future Values of Stream of Enterprise Profits Calculation	467
Mirosław Wypych: Foreign-controlled Stock Exchange Enterprises' Competitive Position	475
Beata Zaleska: Funding of the Independent Public Units of Stationary Medical Care	486
Danuta Zawadzka: The Changes on the Factoring Services Global Market	495

W odczuciu wielu osób „teoria” jest przeciwstawiana „praktyce” i większa wartość jest przypisywana „praktyce”. Jest to błędny wniosek wyciągnięty na podstawie mylnego założenia. Jeżeli działania praktyczne zostają zwieńczone sukcesem, a nie znajdują uzasadnienia w teorii, to teoria jest zła i należy ją zmienić (...). Nie należy rozróżniać pomiędzy teorią i praktyką; należy rozróżniać pomiędzy dobrą i złą teorią oraz pomiędzy dobrą i złą praktyką (...). Praktyka to cegła, teoria to zaprawa. Jedno i drugie jest niezbędne do tego, aby wznieść cenną konstrukcję.

D. Paalberg „Wielkie mity ekonomii”

Wstęp

Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa jest dziedziną, w której rozdzwięk pomiędzy teorią i praktyką jest szczególnie wyczuwalny. Odnajdywanie jak największej liczby wspólnych elementów pomiędzy tymi światami jest pasjonującym zadaniem dla pracowników nauki i koniecznością dla menedżerów. Niniejszy zeszyt Prac Naukowych ma za zadanie wzbudzić zainteresowanie nowymi problemami oraz skłonić do refleksji tych, którzy zajmują się zmianami zachodzącymi we współczesnych finansach.

Pomimo starań teoretyków i praktyków, aby przemawiać wspólnym głosem we wszystkich kwestiach, część problemów wydaje się być trudna do rozwiązania ze względu na odmienne pojmowanie celów działalności oraz sposób podejmowania decyzji finansowych.

Bezspornie teoria finansów preferuje racjonalny model podejmowania decyzji. Model taki zakłada, że decydenci poszukują możliwych sposobów działania, porównują je i wybierają działanie służące optymalizacji użyteczności. Proces podejmowania decyzji racjonalnej następuje etapami i zmierza do osiągnięcia jednego rozwiązania. Niestety, ze względu na trudność w hierarchizacji możliwych związków przyczynowo-skutkowych, jedynie niektóre decyzje finansowe są podejmowane zgodnie z modelem racjonalnym. Decyzji podatnych na modelowanie zgodnie z tym wzorcem należy szukać na niższych szczeblach organizacji, gdzie na podstawie doświadczenia można wypracować pewne procedury powzięcia racjonalnych decyzji finansowych. Większa zmienność warunków funkcjonowania przedsiębiorstwa (internacjonalizacja, globalizacja) wymusza odejście od racjonalnego modelu podejmowania decyzji.

Teoria badająca decyzje finansowe musi uwzględniać dominujący w praktyce model dostosowany do podejmowania decyzji nietypowych i złożonych – model ograniczonej racjonalności. W tak zdefiniowanym modelu decyzyjnym, oprócz kalkulacji finansowych, ważną rolę odgrywają osąd i intuicja. Niejednokrotnie wyniki kalkulacji służą do ilustracji konsekwencji wyboru sposobu działania, a ostateczna decyzja może zostać podjęta wbrew kalkulacjom. Doświadczenie podpowiada, którą z dróg rozwoju należy podążać, a przyszły obraz przedsiębiorstwa tworzy się ze strzępów informacji. Taki model decyzyjny wrogo traktuje próby redukcji elastyczności działania, zaleca dzielenie problemu na mniejsze części i wdrażanie proponowanych rozwiązań etapami. W konsekwencji powzięcie decyzji finansowej jest dużo mniej precyzyjne i uporządkowane, niż sugeruje to racjonalna teoria podejmowania decyzji.

W rozważaniach dochodzimy do punktu, w którym dla menedżera cel funkcjonowania przedsiębiorstwa zorientowanego na akcjonariusza przestaje dominować. Zadaniem menedżera jest podjęcie działania satysfakcjonującego, które w odniesieniu do pewnych kryteriów daje jedynie dobre rezultaty. Tym samym w teorii zarządzania finansami menedżer-praktyk będzie szukał pewnego minimalnego standardu wyników, które zapewnią utrzymywanie rozsądnej równowagi pomiędzy żądaniami różnych zainteresowanych grup.

W tym zakresie nowoczesna teoria finansów ma wiele do zaoferowania współczesnym menedżerom. Podejmowane przez nią próby dostarczenia narzędzi spełniających ich oczekiwania można uznać za więcej niż nieśmiałe. W niniejszej publikacji dochodzą do głosu te fundamentalne zmiany w pojmowaniu finansów. Z tym większą przyjemnością zapraszamy do wnikliwej lektury artykułów.

Redaktorzy książki w imieniu Autorów i swoim własnym wyrażają głęboką wdzięczność rzetelnym i skrupulatnym recenzentom artykułów – profesorom: Aurelii Bielawskiej z Uniwersytetu Szczecińskiego, Irenie Pyce z Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Marii Sierpińskiej z Akademii Górniczo-Hutniczej w Krakowie, Waldemarowi Tarczyńskiemu z Uniwersytetu Szczecińskiego, Jerzemu Węclawskiemu z Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie oraz Dariuszowi Zarzeckiemu z Uniwersytetu Szczecińskiego – za uwagi, które pozwoliły na nadanie publikacji lepszego kształtu.

*Bogumił Bernaś
Wiesław Pluta*