

Zarządzanie finansami firm  
– teoria i praktyka



Nr 48

# PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

## Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Redaktor naukowy  
Bogumił Bernaś



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2009

Senacka Komisja Wydawnicza

*Zdzisław Pisz (przewodniczący),  
Andrzej Bąk, Krzysztof Jajuga, Andrzej Matysiak, Waldemar Podgórski,  
Mieczysław Przybyła, Aniela Styś, Stanisław Urban*

Recenzenci

*Aurelia Bielawska, Emilia Denek, Mieczysław Dobija, Leszek Dziawgo, Irena Pyka,  
Maria Sierpińska, Waldemar Tarczyński, Jerzy Węclawski, Dariusz Zarzecki*

Redaktor Wydawnictwa

*Aleksandra Śliwka*

Korekta

*Barbara Cibis*

Skład i łamanie

*Małgorzata Czupryńska*

Projekt okładki

*Beata Dębska*

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie  
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
Wrocław 2009

**PL ISSN 1899-3192**  
**ISBN 978-83-7011-960-7**

## Spis treści

Wstęp .....	15
<b>Adam Adamczyk:</b> Efekty dźwigni a związek struktury majątkowej i kapitałowej przedsiębiorstw .....	19
<b>Tomasz Berent:</b> Stawka podatkowa w kalkulacji EVA w kontekście ogólnego modelu podatku dochodowego .....	28
<b>Bogumił Bernaś:</b> Metoda ustalania parytetu siły nabywczej walut .....	46
<b>Michał Bitner, Krzysztof S. Cichocki:</b> Efektywność zarządzania długiem w jednostkach samorządu terytorialnego (JST) a zdolność do absorpcji środków z budżetu UE .....	54
<b>Krystyna Brzozowska:</b> Kapitał wysokiego ryzyka w niwelowaniu luk kapitałowych przedsięwzięć innowacyjnych .....	66
<b>Michał Buszko:</b> Instrumenty pochodne rynku nieruchomości – charakterystyka, zastosowanie, rozwój .....	76
<b>Katarzyna Byrka-Kita, Jakub Lasota:</b> Niewyjaśnione wątki w wycenie przedsiębiorstw – dyskonto z powodu braku płynności rynkowej .....	85
<b>Jarosław Chuchla:</b> Ubezpieczeniowe grupy kapitałowe wobec wyzwań globalizacji rynku ubezpieczeń w Polsce .....	96
<b>Leszek Czapiewski, Jacek Mizerka, Tomasz Nowaczyk:</b> Zarządzanie ryzykiem w firmie – ujęcie modelowe .....	107
<b>Leszek Czapiewski:</b> Efektywność wybranych modeli dyskryminacyjnych w przewidywaniu trudności finansowych polskich spółek giełdowych .....	118
<b>Anna Czarny:</b> System wczesnego ostrzegania dla przedsiębiorstw przemysłu spożywczego .....	129
<b>Karolina Daszyńska-Żygadło:</b> Ustalanie okresu wzrostu wartości – teoria i praktyka .....	141
<b>Joanna Duda:</b> Decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw polskich z sektora MŚP .....	153
<b>Agnieszka Natasza Duraj, Radosław Pastusiak:</b> Analiza zjawiska upadłości banków i instytucji finansowych w kontekście światowego kryzysu i wydarzeń na rynkach kapitałowych .....	164
<b>Ewa Dziawgo:</b> Charakterystyka opcji azjatyckich .....	173
<b>Ewa Dziawgo:</b> Rodzaje i własności pojedynczych opcji kupna .....	186
<b>Tadeusz Falencikowski, Bogdan Nogalski:</b> Finansowa swoboda decyzyjna w kształtowaniu kosztu kapitału w przedsiębiorstwie rodzinnym .....	202
<b>Iłona Fałat-Kilijańska:</b> Państwo jako inwestor na rynku <i>private equity</i> .....	213
<b>Anna Feruś:</b> Zastosowanie nieparametrycznej metody DEA w zarządzaniu ryzykiem kredytowym przedsiębiorstw .....	221

<b>Jacek Folga:</b> Odpisy aktualizujące należności handlowe jako źródło informacji na temat ryzyka kredytowego odbiorców .....	232
<b>Justyna Franc-Dąbrowska:</b> Struktura kapitału a podział zysku w spółkach giełdowych przemysłu rolno-spożywczego.....	239
<b>Sławomir Franek:</b> Struktura rynku walutowego – tendencje światowe a uwarunkowania polskie .....	250
<b>Magdalena Frasyniuk-Pietrzyk:</b> Modele <i>market timing</i> w ocenie efektywności inwestycji OFE.....	260
<b>Tamara Galbarczyk:</b> Pozyskiwanie kapitałów obcych przez przedsiębiorstwa we współpracy z bankami .....	270
<b>Dorota Gawrońska:</b> Ocena efektywności projektu inwestycyjnego na podstawie indeksu zyskowności PI w warunkach niepewności .....	278
<b>Wojciech Grzegorzczak:</b> Decyzje finansowe przedsiębiorstwa dotyczące polityki produktu i mierniki ich efektywności.....	287
<b>Jerzy Gwizdała:</b> Unia Europejska w finansowaniu zrównoważonego rozwoju w Polsce.....	296
<b>Elżbieta Hajduga:</b> Sfera działalności lokacyjnej reasekuratorów w Polsce na przykładzie PTR SA .....	307
<b>Małgorzata Magdalena Hybka:</b> Rozliczanie strat poniesionych przez osoby prawne w Polsce i innych państwach Unii Europejskiej .....	319
<b>Jolanta Iwin-Garzyńska:</b> Weryfikacja teorii finansowania w przedsiębiorstwach polskich.....	328
<b>Sebastian Jabłoński, Maciej Waszkiewicz:</b> Development barriers of PE/VC sector in Poland .....	338
<b>Sebastian Jabłoński, Maciej Waszkiewicz:</b> Understanding the role of the government to help building the opportunities to financing „seed” and „start-up” projects by PE/VC.....	347
<b>Agnieszka Janeta:</b> Wpływ czynników branżowych na płynność finansową przedsiębiorstwa .....	360
<b>Małgorzata Jaworek, Aneta Szóstek:</b> Ocena efektywności polskich inwestycji zagranicznych – kilka refleksji na podstawie badań.....	368
<b>Jacek Jaworski:</b> Pomiar i preeliminowanie zapotrzebowania na gotówkę w małym przedsiębiorstwie .....	382
<b>Tomasz Jewartowski, Michał Kałdoński:</b> Zagrożenia dla wyceny spółek związane z prezentacją i wyceną złożonych instrumentów finansowych ..	391
<b>Agnieszka Kaczmarek:</b> Analiza transakcji sekurytyzacji własności intelektualnej przeprowadzonych na świecie .....	401
<b>Magdalena Kalasińska:</b> Rynek kredytów hipotecznych a sekurytyzacja.....	409
<b>Piotr Karaś:</b> Wykorzystanie wybranych walutowych kontraktów terminowych do zabezpieczenia strumienia przepływów pieniężnych .....	415
<b>Anna Kasprzak-Czelej:</b> Finansowanie projektów innowacyjnych .....	426

<b>Wiesław Kąkol:</b> Strategia a wartość przedsiębiorstwa.....	436
<b>Marta Kluzek:</b> Finansowanie spółek w świetle obowiązujących reguł o niedostatecznej kapitalizacji.....	446
<b>Tomasz Korol:</b> Przyczyny upadłości firm w zależności od fazy kryzysu i rodzaju bankructwa.....	456
<b>Julia Koralun-Bereźnicka:</b> Kraj i sektor jako czynniki kształtujące rynkowe stopy zwrotu w świetle przeglądu badań.....	466
<b>Patrycja Kowalczyk:</b> Ryzyko związane z finansowaniem nieruchomości.....	474
<b>Paweł Kowalik:</b> Procedura budżetowa w Stanach Zjednoczonych Ameryki..	483
<b>Grażyna Kozuń-Cieślak:</b> Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej (1997-2006).....	496
<b>Marzanna Lament:</b> Bezpieczeństwo finansowe lokat zakładów ubezpieczeń a wymogi organizacyjne przedsiębiorstw inwestycyjnych przewidziane w MIFID.....	505
<b>Anna Lenart:</b> Wykorzystanie ERP w zarządzaniu kredytem kupieckim.....	512
<b>Monika Marcinkowska:</b> Regulacje bankowe – panaceum czy placebo?.....	520
<b>Jakub Marszałek:</b> Rynkowe przesłanki emisji obligacji zamiennych na przykładzie spółek sektora informatycznego w Polsce.....	528
<b>Gizela Matkowska:</b> Finansowe skutki przeniesienia majątku przedsiębiorstwa osoby fizycznej do nowej formy prawnej.....	539
<b>Grażyna Michalczuk:</b> Ograniczenia w zastosowaniu metod wyceny bilansowej w ocenie wewnętrznego potencjału przedsiębiorstwa.....	547
<b>Grzegorz Michalski:</b> Decreasing negative delivery risk influence on the recipient's firm value: portfolio approach.....	557
<b>Grzegorz Michalski:</b> Influence of the accounts receivable factoring on the firm value.....	566
<b>Edyta Mioduchowska-Jaroszewicz:</b> Rating jako element oceny wstępnej sytuacji finansowej banków.....	575
<b>Bartłomiej Nita:</b> Integracja ekonomicznej wartości dodanej z budżetowaniem i zrównoważoną kartą wyników.....	583
<b>Bartłomiej Nita:</b> Kwestionariusz i macierz pomiaru dokonań przedsiębiorstwa.....	592
<b>Bogdan Nogalski, Anna Wójcik-Karpacz, Sławomir Podkówka:</b> Aktywne uczestnictwo przedsiębiorców w postępowaniu podatkowym jako sposób ograniczania ryzyka podatkowego.....	602
<b>Magdalena Ogibowska:</b> Kierunki reform opodatkowania dochodów przedsiębiorstw w krajach OECD.....	613
<b>Izabela Plewnia:</b> Wykorzystanie controllingu produktu w ramach projektów długoterminowych jako narzędzia decyzji inwestycyjnych.....	625
<b>Waldemar Polak:</b> Perspektywy rozwoju bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ) w Polsce.....	635
<b>Małgorzata Porada-Rochoń:</b> Specyfikacja wykupów lewarowanych (LBO)	643

<b>Jarosław Poteraj:</b> Analiza porównawcza efektywności powszechnych towarzystw emerytalnych na przykładach firm z grup kapitałowych Commercial Union i ING .....	649
<b>Katarzyna Prędkiewicz:</b> Praktyka zarządzania należnościami w sektorze MŚP .....	659
<b>Irena Pyka:</b> Ewolucja struktury własności w polskim sektorze bankowym – przesłanki i perspektywy zmian.....	671
<b>Waldemar Rogowski, Marta Brzozowska-Katner:</b> Ocena skutków regulacji (OSR) w świetle ustawy o tworzeniu i działaniu wielkopowierzchniowych obiektów handlowych (WOH).....	683
<b>Joanna Rogozińska-Mitrut:</b> Mechanizmy finansowania usług zdrowotnych.....	693
<b>Anna Rosa:</b> Istota stosowania cen transferowych przez przedsiębiorstwa.....	701
<b>Jerzy Różański, Dorota Starzyńska:</b> Źródła finansowania przedsiębiorstw z udziałem kapitału zagranicznego w regionie łódzkim.....	708
<b>Maria Sierpińska, Agata Sierpińska:</b> Rozwój alternatywnych systemów obrotu w Europie .....	717
<b>Tomasz Słoński:</b> Stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego w transakcję wykupu lewarowanego (LBO) .....	727
<b>Ewelina Sokołowska:</b> Pochodne instrumenty pogodowe w zarządzaniu ryzykiem.....	736
<b>Agnieszka Starczewska:</b> Znaczenie <i>due diligence</i> dla procesów fuzji i przejęć.....	744
<b>Artur Stefański:</b> Prognozowanie finansowe w przedsiębiorstwach – z doświadczeń banków w Polsce.....	753
<b>Tomasz Strąk:</b> Zastosowanie informacji o wynikach realizacji zadań w procesie budżetowania wydatków publicznych.....	761
<b>Igor Styn:</b> Zewnętrzne bariery wzrostu wartości elektrowni zawodowych w Polsce .....	769
<b>Andrzej Szopa:</b> Warunki zarządzania ryzykiem finansowym w przedsiębiorstwie.....	778
<b>Aleksandra Szpulak:</b> Forecasting for the investment project appraisal .....	785
<b>Konrad Szydłowski:</b> Kredyt bankowy jako instrument finansowania działalności mikro- oraz małych i średnich przedsiębiorstw na terenie województwa warmińsko-mazurskiego .....	794
<b>Piotr Szymański:</b> Standardy wyceny biznesowej w wybranych krajach – implikacje dla Polski.....	804
<b>Tomasz Śpiewak:</b> Organizacja zarządzania środkami pieniężnymi z wykorzystaniem metody Mertona Millera i Daniela Orra.....	813
<b>Stanisław Urbański:</b> Dyskretne implikacje ICAPM jako narzędzie wyceny akcji.....	823



<b>Josef Valach:</b> Analysis of Investment Rate and Efficiency in CR (1995-2006).....	836
<b>Dorota Walenciak:</b> Ekonomiczne skutki wykorzystania surowców wtórnych.....	847
<b>Mirosław Wasilewski:</b> Efektywnościowe uwarunkowania zarządzania natychmiastową płynnością finansową w przedsiębiorstwach rolniczych....	854
<b>Justyna Wiktorowicz, Elżbieta Roszko-Grzegorek:</b> Małe i średnie przedsiębiorstwa na rynku zamówień publicznych w Polsce.....	869
<b>Tomasz Wiśniewski:</b> Ograniczenia analogii pomiędzy opcjami realnymi a finansowymi i ich wpływ na wycenę.....	882
<b>Anna Wolak-Tuzimek:</b> Nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw działających w polskiej gospodarce.....	890
<b>Robert Wolański:</b> Dostęp małych i średnich przedsiębiorstw do źródeł finansowania – przegląd dotychczasowych badań.....	901
<b>Elżbieta Wrońska:</b> Wartość dla akcjonariuszy – wartość wytworzona a wartość zrealizowana.....	913
<b>Dariusz Zarzecki:</b> Dylematy szacowania premii z tytułu ryzyka .....	921
<b>Dariusz Zarzecki:</b> Premia z tytułu wielkości w wycenie przedsiębiorstw .....	931
<b>Danuta Zawadzka, Roman Ardan:</b> Ocena czynników wpływających na prawdopodobieństwo skorzystania przez małe przedsiębiorstwa ze skonta w kredycie kupieckim.....	945
<b>Grzegorz Zimon:</b> Zarządzanie należnościami w przedsiębiorstwach handlowych z branży techniki grzewczej i sanitarnej w województwie podkarpackim.....	954

## Summaries

<b>Adam Adamczyk:</b> The effects of leverage and the relationship between structure of assets and capitals of companies .....	27
<b>Tomasz Berent:</b> Tax rate used in calculation of economic income in the context of a general model of income tax .....	45
<b>Bogumił Bernaś:</b> Method of determining purchasing – power parity.....	53
<b>Michał Bitner, Krzysztof S. Cichocki:</b> Assessment of efficiency of debt management by local government and ability to acquire European Union funds .....	65
<b>Krystyna Brzozowska:</b> Venture capital as a cover of capital gaps in innovative projects.....	75
<b>Michał Buszko:</b> Property derivatives – profile, application and development .....	84
<b>Katarzyna Byrka-Kita, Jakub Lasota:</b> Unexplained threads in business valuation – the illiquidity discount .....	95
<b>Jarosław Chuchla:</b> Insurance capital groups and the challenges of globalization in the Polish insurance market.....	106

<b>Leszek Czapiewski, Jacek Mizerka, Tomasz Nowaczyk:</b> Risk management in a firm – simulation model.....	117
<b>Leszek Czapiewski:</b> The effectiveness of selected discriminant analysis models in predicting bankruptcy of Polish public companies.....	128
<b>Anna Czarny:</b> Early warning system for the food-industry.....	140
<b>Karolina Daszyńska-Żygadło:</b> Estimation of value duration – theory and practice.....	152
<b>Joanna Duda:</b> Investment decisions of Polish enterprises from SME sector..	163
<b>Agnieszka Natasza Duraj, Radosław Pastusiak:</b> Banks and financial institutions bankruptcy analysis in the context of global financial crisis.....	172
<b>Ewa Dziawgo:</b> Characteristic of Asian options.....	185
<b>Ewa Dziawgo:</b> Types and properties of call single options.....	201
<b>Tadeusz Falencikowski, Bogdan Nogalski:</b> Financial decision freedom in the shaping of capital cost in a family enterprise.....	212
<b>Iłona Fałat-Kilijańska:</b> The government as a private equity investor.....	220
<b>Anna Feruś:</b> The use of non-parametric DEA method in managing companies' credit risk.....	231
<b>Jacek Folga:</b> Trade receivables provisions as a credit risk information source.....	238
<b>Justyna Franc-Dąbrowska:</b> Capital structure and profit division in stock companies of the agricultural – foodstuff industry.....	249
<b>Sławomir Franek:</b> The FX market structure – global trends and Polish conditions.....	259
<b>Magdalena Frasyniuk-Pietrzyk:</b> Market timing models in performance evaluation of pension fund investments.....	269
<b>Tamara Galbarczyk:</b> Raising external capital by companies in co-operation with banks.....	277
<b>Dorota Gawrońska:</b> The assessment of efficiency investment project on the basis of profitability index PI in conditions of uncertainty.....	286
<b>Wojciech Grzegorzczak:</b> The financial decisions of enterprises in the life cycle of a product – product policy.....	295
<b>Jerzy Gwizdała:</b> The European Union in financing balanced development in Poland.....	306
<b>Elżbieta Hajduga:</b> The zone of investment activities of reinsurance companies in Poland.....	318
<b>Małgorzata Magdalena Hybka:</b> Relief of losses incurred by legal entities in Poland and other European Union member states.....	327
<b>Jolanta Iwin-Garzyńska:</b> The verification of finance theories on the example of Polish enterprises.....	337
<b>Sebastian Jabłoński, Maciej Waszkiewicz:</b> Bariery rozwoju sektora PE/VC w Polsce.....	346

<b>Sebastian Jabłoński, Maciej Waszkiewicz:</b> Zrozumienie roli, jaką odgrywa rząd w stwarzaniu okazji do finansowania projektów typu „seed” i „start-up” przez fundusze typu PE/VC.....	359
<b>Agnieszka Janeta:</b> The influence of sector factors on the corporate liquidity .....	367
<b>Malgorzata Jaworek, Aneta Szóstek:</b> The appraisal of effectiveness of Polish foreign direct investments – conclusions on the research results .....	381
<b>Jacek Jaworski:</b> Measurement and plan of cash requirement in small enterprises .....	390
<b>Tomasz Jewartowski, Michał Kaldowski:</b> Accounting treatment of hybrid contracts – implications for firm valuation .....	400
<b>Agnieszka Kaczmarska:</b> Analysis of intellectual property securitization transactions throughout the world .....	408
<b>Magdalena Kalasińska:</b> Mortgage market and the securitization .....	413
<b>Piotr Karaś:</b> Some simple forward contracts – structures and application in hedging for a cash flow stream .....	425
<b>Anna Kasprzak-Czelej:</b> Financing of innovation projects .....	435
<b>Wiesław Kąkol:</b> Strategy versus company value.....	445
<b>Marta Kluzek:</b> Corporate financing in the face of thin capitalization rules....	455
<b>Tomasz Korol:</b> Causes of business bankruptcy regarding phase and type of crisis .....	465
<b>Julia Koralun-Bereźnicka:</b> Country and industry as determinants of stock returns – research review .....	473
<b>Patrycja Kowalczyk:</b> Risk connected with financing the fixed property.....	482
<b>Paweł Kowalik:</b> Budget process in the United States of America.....	495
<b>Grażyna Kozuń-Cieślak:</b> Foreign direct investments in new European Union countries (1997-2006).....	504
<b>Marzanna Lament:</b> Financial security of deposits of insurance companies and the organizational requirements of investment companies in MIFID..	511
<b>Anna Lenart:</b> The use of ERP in trade credit management .....	519
<b>Monika Marcinkowska:</b> Bank regulation – panacea or placebo? .....	527
<b>Jakub Marszałek:</b> Market circumstances for convertible bonds issues by ‘IT’ companies in the Polish capital market .....	538
<b>Gizela Matkowska:</b> Financial effects of assets’ transfer from personal to new legal form company .....	546
<b>Grażyna Michalczuk:</b> Limitations in application of balance assessment methods in the rating of internal potential of an enterprise .....	556
<b>Grzegorz Michalski:</b> Propozycja zastosowania teorii portfela do obniżenia negatywnego wpływu ryzyka dostaw na wartość firmy odbiorcy.....	565
<b>Grzegorz Michalski:</b> Faktoring i jego wpływ na wzrost wartości przedsiębiorstwa faktoranta .....	574

<b>Edyta Mioduchowska-Jaroszewicz:</b> Rating as an element of preliminary estimation of financial status of banks.....	582
<b>Bartłomiej Nita:</b> Integration of economic value added with budgeting and balanced scorecard.....	591
<b>Bartłomiej Nita:</b> Corporate performance measurement questionnaire and matrix.....	601
<b>Bogdan Nogalski, Anna Wójcik-Karpacz, Sławomir Podkówka:</b> The active participation of entrepreneurs in a tax proceeding as a method of reducing tax risk.....	612
<b>Magdalena Ogibowska:</b> The trends of the reform of the corporate income taxation in OECD countries.....	624
<b>Izabela Plewnia:</b> Application of product controlling in long-term projects as a tool supporting investment-related decisions.....	634
<b>Waldemar Polak:</b> Prospects for the development of foreign direct investment in Poland.....	642
<b>Małgorzata Porada-Rochoń:</b> The specificity of leveraged buyouts.....	648
<b>Jarosław Poteraj:</b> Comparative analysis of the public pension societies on the examples of companies from Commercial Union and ING capital groups.....	658
<b>Katarzyna Prędkiewicz:</b> Praxis of accounts receivable management in small and medium companies.....	670
<b>Irena Pyka:</b> Evolution in ownership structure of the Polish banking sector – premises and perspectives on changes.....	682
<b>Waldemar Rogowski, Marta Brzozowska-Katner:</b> Regulatory impact assessment in the light of the Act on Establishing and Operating Commercial activities.....	692
<b>Joanna Rogozińska-Mitrut:</b> Mechanisms of health care finance.....	700
<b>Anna Rosa:</b> The essence of applying transfer prices by enterprises.....	707
<b>Jerzy Różański, Dorota Starzyńska:</b> Analysis of financial sources in enterprises with foreign capital participation in the region of Łódź.....	716
<b>Maria Sierpińska, Agata Sierpińska:</b> Development of alternative stock exchange markets in Europe.....	726
<b>Tomasz Słoński:</b> Return on invested capital in the leveraged buyout transaction.....	735
<b>Ewelina Sokółowska:</b> Weather derivatives in risk management.....	743
<b>Agnieszka Starczewska:</b> The role of due diligence in the M&A processes....	752
<b>Artur Stefański:</b> Financial forecasts of enterprises – from the experience of banks in Poland.....	760
<b>Tomasz Strąk:</b> The use of performance information in a public expenditure budgeting.....	768
<b>Igor Styn:</b> External barriers of the systemic power stations value growth in Poland.....	777

<b>Andrzej Szopa:</b> Conditions of financial risk management in an enterprise ....	784
<b>Aleksandra Szpulak:</b> Rola prognozowania w ocenie projektów inwestycyjnych.....	793
<b>Konrad Szydłowski:</b> Bank credit as a financing instrument of micro-, small- and medium-sized enterprises in the Warmia and Mazury Province.....	803
<b>Piotr Szymański:</b> Business valuation standards in chosen countries – Polish implications.....	812
<b>Tomasz Śpiewak:</b> Application of Miller-Orr model in cash management .....	822
<b>Stanisław Urbański:</b> ICAPM discrete implications – a tool for assessing the value of shares .....	835
<b>Josef Valach:</b> Analiza stopy zwrotu i efektywności inwestycji w Republice Czeskiej.....	846
<b>Dorota Walenciak:</b> Economic results of utilization of secondary materials... ..	853
<b>Mirosław Wasilewski:</b> The effectiveness factors of the treasury financial liquidity management in agricultural enterprises .....	868
<b>Justyna Wiktorowicz, Elżbieta Roszko-Grzegorek:</b> Small- and medium-sized enterprises in the public procurement market in Poland.....	880
<b>Tomasz Wiśniewski:</b> Limits in analogy between real and financial options and its impact on valuation .....	889
<b>Anna Wolak-Tuzimek:</b> The capital expenditures in the enterprises present in the Polish economy.....	900
<b>Robert Wolański:</b> Small and medium enterprises access to financing sources – so far research review .....	912
<b>Elżbieta Wrońska:</b> Shareholders’ value versus shareholders’ wealth.....	920
<b>Dariusz Zarzecki:</b> Dilemmas in estimating the equity risk premium .....	930
<b>Dariusz Zarzecki:</b> Size premium in business valuation.....	944
<b>Danuta Zawadzka, Roman Ardan:</b> Evaluation of factors affecting the probability of discount use in trade credit – the evidence of small businesses..	953
<b>Grzegorz Zimon:</b> Trade receivable management in trade corporations from heating craft in the Podkarpacie area.....	960



## Wstęp

Perturbacje gospodarcze, upadek wielu ważnych firm sektora finansowego, zagrożenie bankrutwem wielu innych przedsiębiorstw należących do różnych działów gospodarki stawiają w nowym świetle problem efektywnego zarządzania, przede wszystkim zarządzania finansami.

O ile w warunkach wzrostu gospodarczego skutki popełnianych błędów zarządzania mogą być niwelowane przez korzystnie układające się czynniki zewnętrzne, o tyle w warunkach kryzysu ogólnoswiatowego następuje często kumulowanie się negatywnych skutków zarządzania wewnętrznego ze skutkami negatywnych zjawisk i procesów w całej gospodarce światowej.

Efektywność zarządzania, metody i środki wspierające skuteczność zwiększającą wartość dodaną generowaną przez jednostki gospodarcze są przedmiotem stałych dyskusji, których istota sprowadza się do odpowiedzi na pytania: czy własność prywatna i rynek są wystarczającymi czynnikami rozwoju przedsiębiorczości, innowacyjności, maksymalizacji efektów krótko- i długoterminowych będących w dyspozycji przedsiębiorców czynników produkcji.

Pod koniec XX wieku wydawało się, iż mechanizmy samoregulacji gospodarki są sprawne i przynoszą efekty w postaci postępującego wzrostu gospodarczego i rozwoju społeczno-ekonomicznego większości państw świata. Wykorzystywana wcześniej własność publiczna w gospodarce wydawała się niepotrzebnym, bo mało efektywnym rozwiązaniem. Rozwiązaniem, którego główną wadą było oderwanie własności od decyzji. Działające z poręki politycznej zespoły zarządzające, podobnie jak ich poręczytiele, nie ponosili żadnych konsekwencji z powodu błędnych decyzji, a nepotyzm w takich warunkach miał i ma wiele szans rozwoju.

Początek XXI wieku wykazał jednak dobitnie – po raz kolejny, bo tego typu procesy o mniejszym lub większym nasileniu stale towarzyszą gospodarce – że oddzielenie własności od decyzji jest równie istotne w gospodarce rynkowej, dotyczy dominujących pod względem udziału w produkcji i zatrudnienia spółek akcyjnych.

Zarówno w przedsiębiorstwach państwowych, jak i w spółkach akcyjnych ma miejsce oddzielenie własności od decyzji, prymat interesów osób zarządzających wobec interesów właścicieli kapitału stanowiącego podstawę finansową jednostek gospodarczych. Najbardziej dobitnie ten problem przejawiał się w Stanach Zjednoczonych w 2008 i 2009 r., kiedy to zarządy upadających, zmuszonych do skorzystania z rządowych programów ratunkowych firm przydzielały sobie wielomilionowe premie.

O ile dla dużej grupy państw świata głównym problemem było zapobieganie upadkowi wielu firm, zwłaszcza sektora finansowego, o tyle dla Polski istotną trud-

nością stało się niekompetentne korzystanie zarządzających firmami z instrumentów finansowych zabezpieczających przed skutkami niekorzystnych zmian kursów walutowych.

Zachodzące w praktyce procesy gospodarcze, zwłaszcza ich negatywne skutki, eksponują rolę etyki gospodarczej i zarządzania finansami. O ile kwestie etyki gospodarczej są, w dużym stopniu, poza zasięgiem nauki o zarządzaniu finansami, o tyle praktyka tego zarządzania mieści się w centrum zainteresowania nauk z obszaru finansów.

Przedstawione artykuły dobitnie świadczą o zakresie i głębi zainteresowań przedstawicieli nauki i praktyki szeroko rozumianymi kwestiami wchodzącymi w zakres zarządzania finansami na różnych poziomach decyzyjnych i zakresach przedmiotowych. Najogólniej centralnymi odniesieniami są różne aspekty zarządzania finansami firm, problemy zarówno operacyjne, jak i strategiczne. Dużo uwagi poświęca się kreowaniu wartości firm, czynnikom wpływającym na wartość firmy, metodom pomiaru wartości.

Przedsiębiorstwo działające na rynku musi uwzględniać wpływy różnych czynników zewnętrznych, oddziaływań władz publicznych, kształtowania się czynników efektywności transakcji z zagranicą, warunków konkurencji krajowej i zagranicznej, możliwości rozwoju techniki i technologii. Sporym wyzwaniem jest dostosowanie oferty towarów i usług do zmieniających się warunków wielkości i struktury potrzeb konsumentów. W procesach dostosowawczych duże znaczenie ma dostęp do zewnętrznych źródeł finansowania.

Zarządzanie finansami to nie tylko zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Problem ten występuje wszędzie, gdzie podejmuje się decyzje dotyczące dochodów i wydatków. Pojawia się więc na szczeblu Unii Europejskiej i dotyczy przede wszystkim rozdysponowania dostępnych środków (mniejsze znaczenie ma problematyka dochodów, gdyż te określane są przez odpowiednie regulacje systemowe). Zarządzanie finansami w skali państwa musi rozstrzygać dylematy związane z kształtowaniem dochodów i wydatków, podobnie ma się sprawa w odniesieniu do samorządów lokalnych.

W procesie decyzyjnym władz publicznych duże znaczenie mają interesy, często sprzeczne, różnych grup społecznych i ośrodków władzy. Pod tym względem sytuacja przedsiębiorstw jest zdecydowanie lepsza, co nie oznacza celowości, a niekiedy nawet konieczności uwzględnienia interesów lokalnych, jest to jednak często interes wzajemny, stosownie rekompensowany.

Obszarami pogłębionej analizy w niniejszym zbiorze są zagadnienia dotyczące:

- **przedsiębiorstw**, np. kwestie: struktury majątkowej i kapitałowej; wartości: metod jej ustalania, czynników wzrostu; zarządzania: ryzykiem, należnościami, środkami pieniężnymi, płynnością finansową, kredytem kupieckim; finansowania: pozyskiwania kapitału, zaopatrzenia w gotówkę; inwestycji: decyzji, nakładów; przewidywania trudności i wczesnego ostrzegania przed nimi; własności: fuzji i przejęć, wykupów lewarowych, przemieszczenia majątku, upadłości fir-



my; efektów: rynkowych stóp zwrotu, stopy zwrotu z kapitału, ekonomicznej wartości dodanej, szacowania premii z tytułu ryzyka;

- **finansów publicznych**, przedstawiono np. aspekty: zarządzania długiem, państwa jako inwestora, finansowania zrównoważonego rozwoju, procedury budżetowej, budżetowania wydatków publicznych, rynku zamówień publicznych;
- **instytucji finansowych**, omówiono np.: grupy kapitałowe w ubezpieczeniach, upadłość banków, reasekurację, regulacje bankowe, rating, efekty PTU, strukturę własności sektora bankowego, prognozowanie finansowe banków, kredyty bankowe, ryzyko kredytowe, kredyty hipoteczne;
- **podatków**, opisano np. zagadnienia: stawki podatkowej w kalkulacji EVA, ryzyka podatkowego przedsiębiorstw, opodatkowania dochodów przedsiębiorstw;
- **instrumentów finansowych**, poruszono np. tematykę: opcji, obligacji, pochodnych instrumentów pogodowych, wyceny akcji, opcji realnych a finansowych, instrumentów pochodnych, kapitału wysokiego ryzyka;
- **inwestycji**, np. ukazano problemy: oceny efektów, finansowania projektów, BIZ, wskaźników;
- **pieniądza**, zanalizowano np. kwestie: parytetu siły nabywczej, struktury rynku walutowego, walutowych kontraktów terminowych;

a także inne, jak np.: sekurytyzacja własności intelektualnej, wielkoobszarowe obiekty handlowe, finansowanie usług zdrowotnych, alternatywne systemy obrotu, ekonomiczne skutki wykorzystania surowców wtórnych.

Szerokość ujęcia zarządzania finansami pozwala na daleko idącą dywersyfikację publikowanych dotychczas, ale też w przyszłości, artykułów naukowych. W ujęciu podmiotowym główną osią pozostaje zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Chcielibyśmy rozwinąć kwestie funkcjonowania i zarządzania obszaru finansów publicznych, zachęcając do badań i publikacji z tego obszaru. Chcielibyśmy też utrzymać zainteresowanie instytucjami finansowymi, ich produktami, funkcjonowaniem itp.

Niniejsza publikacja otwiera nowe dziesięciolecie konferencji naukowych „Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka”. Konferencji, w trakcie których mogliśmy wzajemnie poznać i pomnażać dorobek naukowo-badawczy, wymienić doświadczenia dydaktyczne, a nierzadko i osobiste. Konferencji służących integracji środowisk naukowych zajmujących się finansami, na początku przede wszystkim zarządzaniem finansami przedsiębiorstw, a w trakcie kolejnych konferencji także finansami instytucji finansowych i finansami publicznymi.

Konferencyjna wymiana poglądów, publikacje będące pokłosiem prowadzonych badań naukowych nie byłyby możliwe bez wkładu organizatorów, przede wszystkim dr Teresy Jajugi i dra Tomasza Słońskiego oraz dr Agnieszki Pietrzak (obecnie Bem) i mgr Karoliny Daszyńskiej-Żygadło. Oczywiście w pracach organizacyjnych uczestniczą wszyscy pracownicy naukowo-dydaktyczni i doktoranci Katedry Finansów Przedsiębiorstwa i Zarządzania Wartością oraz Katedry Finansów Publicznych i Międzynarodowych.

Zachowanie wysokiej jakości naukowej publikowanych opracowań wymaga ich oceny przez posiadających wysoki autorytet naukowy i specjalistyczny recenzentów. W tym miejscu składamy serdeczne podziękowania wszystkim dotychczasowym i przyszłym recenzentom publikowanych i niepublikowanych prac. Założona wysoka jakość badań i opracowań łączy się niekiedy z koniecznością odrzucenia lub skierowania do poprawy opracowań niespełniających wymagań stawianych przez recenzentów.

Od pierwszej konferencji naukowe kierownictwo sprawował Profesor Wiesław Pluta. To Jego osobowość, umiejętność kierowania zespołem, zdolność nawiązywania serdecznych więzi z przedstawicielami środowisk naukowych zajmujących się aspektami finansów, a zwłaszcza kwestiami zarządzania finansami, przyczyniły się do rozwoju kontaktów wzajemnych. Wiesław Pluta był, jest i będzie autorytetem, ale też sprzymierzeńcem młodych przedstawicieli nauki o finansach przedsiębiorstw, jak również był, jest i będzie przyjacielem, a zarazem wzorem dla nieco starszego, zazwyczaj obrosłego w tytuły naukowe i funkcje, pokolenia.

10 konferencja naukowa „Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka” to także okazja do świętowania podwójnego jubileuszu. Pierwszym jest 70-lecie urodzin Profesora Wiesława Pluty, a dopiero drugim dziesięciolecie konferencji.

Wiesławowi Plucie z okazji 70. urodzin składamy najserdeczniejsze życzenia stu lat zdrowia (potem możemy je powtórzyć) i radości w życiu codziennym, zwłaszcza rodzinnym. Życzymy dalszych osiągnięć w działalności naukowo-badawczej i dydaktycznej oraz w zakresie kształcenia kadr naukowych.

*Bogumił Bernaś*