SPIS TREŚCI

Wstęp (*Wiesława Przybylska-Kapuścińska, Jerzy Handschke*) 7

NIESTABILNOŚĆ NA RYNKU FINANSOWYM

Halina Zadora
O systemowej przyczynie kryzysu finansowego 21

Krzysztof Kluza, Radosław Cholewiński
Wnioski z kryzysu w kontekście hipotezy niestabilności finansowej 33

Bożena Frączek
Rynki finansowe jako systemy dynamiczne 44

Jan L. Bednarczyk
Polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego jako narzędzie przezwyciężania kryzysu w krajach strefy euro 54

Marian Żukowski, Helena Żukowska
Ocena skuteczności działań antykryzysowych w Rosji w okresie globalnego kryzysu finansowego 2008 roku 65

RYNEK AKCJI I OBLIGACJI

Ewa Feder-Sempach
Analiza porównawcza prognozy dla wybranych spółek z indeksu WIG20..... 81

Urszula Kosterna
Zróżnicowanie dochodowości długoterminowych obligacji skarbowych państw strefy euro w trakcie kryzysu finansowego 92

Sławomir I. Bukowski
Stopień integracji polskiego rynku obligacji skarbowych z rynkiem obligacji skarbowych w obszarze euro 102

Andrzej Krysiak
Ryzyko na rynku obligacji skarbowych w Polsce 115

Henryk Mamcarz
Obligacja indeksowana jako finansowy produkt strukturyzowany 127

Michał Buszko
Sekurytyzacja ryzyka zmiany cen towarów na rynkach finansowych za pomocą produktów *collateralized commodity obligations* (CCO) 137

Radosław Pastusiak
Inwestycje na platformie NewConnect – budowa portfela papierów wartościowych 148

Magdalena Schweda
Catalyst jako zorganizowana platforma obrotu papierami dłużnymi w Polsce 158

Dominika Kordela
Rynek Catalyst w strukturze polskiego rynku papierów wartościowych 170

OPCJE – STRATEGIE I MODELE

Kamil Liberadzki
Problem opcji walutowych w Polsce 183

Leszek Czapiewski, Tomasz Nowaczyk
Asymetryczne strategie opcyjne jako zabezpieczenie ekspozycji na ryzyko walutowe 193

Ewa Dziawgo
Wpływ uzmiennienia poziomu bariery na własności opcji barierowych 203

Ryszard Kokoszczyński, Natalia Nehrebecka, Paweł Sakowski, Paweł Strawiński, Robert Ślepaczuk
Porównanie modeli wyceny opcji na danych wysokiej częstotliwości 214

INNOWACJE NA RYNKU FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Renata Papież
Reżim prawno-instytucjonalny Real Estate Investment Trust (REIT) w krajach Unii Europejskiej 229

Katarzyna Perez
Cechy funduszy hedgingowych a ich funkcjonowanie w dobie kryzysu finansowego 240

Sławomir Antkiewicz
Wyceny certyfikatów inwestycyjnych funduszy nieruchomości działających w Polsce w okresie zawirowań na rynkach finansowych 253

Tomasz Miziołek
Tytuły uczestnictwa exchange-traded funds w portfelach funduszy inwestycyjnych.. 266

Małgorzata Mikita
Zyski funduszy hedgingowych a koniunktura gospodarcza 277

Ewelina Sokołowska
Bazy danych i indeksy funduszy hedgingowych 284

Alina Gorczyńska
Fundusze private equity w finansowaniu procesów konsolidacyjnych 295

FINANSE BEHAWIORALNE

Urszula Banaszczak-Soroka
Zasady postępowania firm inwestycyjnych w relacjach z inwestorem przed zawarciem umowy o świadczenie usług maklerskich 307

Agnieszka Natasza Duraj
Wartość akcji a zachowania inwestorów na giełdzie papierów wartościowych w „starej" i „nowej" perspektywie..... 319

Krzysztof Szlichciński
Poszukiwanie przyczyn zmienności cen akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2004–2008 333

Ewa Tokajuk
Wpływ kryzysu finansowego na funkcjonowanie gospodarstw domowych..... 345

Krzysztof Waliszewski
Zarządzanie finansami osobistymi w Polsce 357

UBEZPIECZENIA EMERYTALNE

Jarosław Poteraj
Paradygmat trójfilarowości systemu emerytalnego na przykładzie rozwiązań emerytalnych w Szwajcarii 373

Alicja Gołębiowska
Koncepcja wielofunduszowości w aspekcie efektywności Otwartych Funduszy Emerytalnych w Polsce 385

Piotr Pisarewicz
Wybrane zasady funkcjonowania planów emerytalnych w Stanach Zjednoczonych oraz odpowiedzialność podmiotów zarządzających 395

UBEZPIECZENIA GOSPODARCZE

Ilona Tomaszewska
Trendy rozwojowe na rynku ubezpieczeń finansowych w Polsce 411

Monika Kaczała, Krzysztof Łyskawa
Nowa konstrukcja produktu ubezpieczeniowego w rolnictwie – kontrakty indeksowe 422

Piotr Manikowski
Szkoda w ubezpieczonym satelicie a wartość akcji operatora satelitarnego..... 434

Stanisław Wieteska
Regionalne zróżnicowania ryzyka powodziowego w polskim obszarze klimatycznym w latach 2000–2007 a kalkulacja składki ubezpieczeniowej 445

Marietta Janowicz-Lomott
Nadwyżka finansowa w towarzystwach ubezpieczeń wzajemnych 457

Marzanna Lament
Wewnętrzne determinanty wypłacalności zakładów ubezpieczeń 469

Anna Doś
Efektywność jako kryterium podejmowania decyzji o zastosowaniu ubezpieczenia w zarządzaniu ryzykiem przedsiębiorstwa 478

FINANSE MIĘDZYNARODOWE

Michał Jurek
Upadek hipotezy o wypieraniu systemów pośrednich: w kierunku nowego paradygmatu wyboru systemów kursowych 493

Paweł Marszałek
Mniej czy więcej walut – hipoteza kontrakcji walutowej w gospodarce światowej .. 509

Ireneusz Pszczółka
Międzynarodowa rola dolara amerykańskiego 519

Paweł Kowalik
Czy dolar może przestać być walutą międzynarodową? 529

Killion Munyama
Udział Europejskiego Banku Inwestycyjnego w łagodzeniu globalnego kryzysu finansowego 542

Alicja Brodzka
Konkurencyjność centrów finansowych *offshore* z perspektywy europejskiego inwestora 550

Emil Łobodziński
Możliwość pośredniego inwestowania na giełdowym rynku finansowym Azji i Pacyfiku z punktu widzenia polskiego podmiotu indywidualnego 562

Aneta Kosztowniak
Stan obecny oraz perspektywy rynków wschodzących i krajów rozwijających się po globalnym kryzysie finansowym 574

WSTĘP

Pierwszą część Zeszytu Naukowego *Rynki finansowe i ubezpieczenia* poświęcono zagadnieniom niestabilności na rynku finansowym. Jest to problematyka, która znajduje się w centrum zainteresowań zarówno teoretyków, jak i praktyków gospodarczych, z racji zjawisk kryzysowych, których doświadczyła ekonomia globalna na przestrzeni lat 2007–2009. Zapoczątkowało to powszechną debatę na temat nowych perspektyw funkcjonowania instytucji i instrumentów na rynku finansowym w kontekście negatywnych doświadczeń i sytuacji porównywanych do światowego kryzysu lat 30. XX wieku. Sprowokowało też szeroką dyskusję nad przyczynami obecnego kryzysu z końca pierwszej dekady XXI wieku oraz postawiło pod znakiem zapytania użyteczność, przydatność teorii ekonomii, nieomylność rynku i sprawność istniejącej „architektury światowego rynku finansowego".

Wspomniane kwestie podniosła w swoim opracowaniu „O systemowej przyczynie kryzysu finansowego" Halina Zadora. Wskazała ona na ewolucję poglądów czołowych amerykańskich ekonomistów oraz przedstawicieli establishmentu na temat przyczyn przebiegu kryzysu finansowego. Scharakteryzowała logiczną sekwencję zdarzeń, składającą się na kryzys kredytów *subprime*, przez hierarchizację przyczyn leżących zarówno po stronie instytucji, jak i instrumentów finansowych. Podkreśliła też rolę czynników zewnętrznych względem rynku, wynikających z funkcjonowania instytucji rządowych, władzy monetarnej, a mających również niemały udział w stymulowaniu kryzysu. Autorka omówiła też, znamienne i powracające w historii jak bumerang, zachowania teoretyków i praktyków polegające na złagodzeniu stanowisk i opinii ekonomistów, uspokojeniu rynków po okresie chaosu na rynku i uznaniu, że reszta istniejących problemów gospodarki rozwiąże się sama, a kryzys nie powróci.

Zarówno refleksje H. Zadory, jak i kolejny artykuł autorstwa Krzysztofa Kluzy i Radosława Cholewińskiego „Wnioski z kryzysu w kontekście hipotezy niestabilności finansowej" odwołują się do tej hipotezy, sformułowanej przez Hymana Minsky'ego, która w ostatnim okresie została przywołana i w pozytywnym tego słowa znaczeniu przeżywa swą „reaktywację". Autorzy przeanalizowali dwa kryzysy finansowe ostatniego piętnastolecia – przykład upadku funduszu LTCM, który udało się w latach dziewięćdziesiątych zażegnać, i kryzys *subprime*, który przyczynił się do największego zachwiania równowagi na rynku od czasów wielkiej depresji. Przedstawili związki między zadłużeniem a inwestycjami, powo-

dujące negatywne konsekwencje kryzysów dla gospodarki realnej, na przykładzie finansowania Ponziego. Artykuł ukazuje też znaczenie wadliwych systemów motywacyjnych w instytucjach finansowych jako czynnika odpowiedzialnego za finansową niestabilność. Wychodząc z teorii Minsky'ego, zaproponowano rekomendacje, których wdrożenie zwiększyłoby stabilność systemu finansowego. Zalecenia te dotyczą w szczególności zarządzania ryzykiem kredytowym, rynkowym i płynności, organizacji sektora finansowego, polegającej na rozdzieleniu działalności depozytowo-kredytowej od operacji na rynku finansowym oraz systemów motywacyjnych, wiążących wynagrodzenia z długoterminowym wzrostem wartości instytucji. Wnioski z teorii Minsky'ego zaprzeczają popularnej tezie o ujawnieniu słabości nauk ekonomicznych przez kryzys finansowy z lat 2007–2009.

Artykuł Bożeny Frączak traktuje o rynkach finansowych jako systemach dynamicznych. Wskazuje na szereg istniejących badań zmierzających do ujawnienia cech tych rynków, które byłyby typowe dla systemów dynamicznych. Wywołuje to wzrost zapotrzebowania na metody podejmujące badania nieliniowych cech rynków finansowych. Artykuł przedstawia rynki finansowe jako systemy złożone, o charakterze otwartym, integralnym i dynamicznym, rozwijające się w sposób gwałtowny.

Jan L. Bednarczyk poświęcił swoje rozważania polityce pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego jako narzędziu przezwyciężania kryzysu w krajach strefy euro, zwracając uwagę przede wszystkim na skuteczność tych państw w niwelowaniu skutków kryzysu finansowego. Ocena instrumentarium polityki monetarnej, będącego w gestii EBC przed kryzysem wykazała, że było ono, po pewnych modyfikacjach, efektywne w stopniowym przywracaniu drożności kanału transmisji impulsów pieniężnych. Doprowadziło także do zażegnania paniki na europejskim rynku finansowym po upadku amerykańskiego banku Lehman Brothers. Ponadto Europejski Bank Centralny osiągnął sukces w okresie kryzysu, umiejętnie łącząc aktywną politykę pieniężną w warunkach poważnego obniżenia podstawowej stopy procentowej z utrzymaniem wskaźników inflacji na niskim poziomie.

Problematyka oceny skuteczności działań antykryzysowych w Rosji w okresie globalnego kryzysu finansowego 2008 roku była przedmiotem zainteresowań znawców gospodarki rosyjskiej – Heleny i Mariana Żukowskich. W świetle ich opinii działania antykryzysowe w Rosji zostały podjęte w stosownym momencie przy dobrej współpracy rządu i banku centralnego. Dzięki funkcjonowaniu Funduszu Rezerwowego i Funduszu Dobrobytu Narodowego udało się skutecznie obronić wartość rubla. Gorzej wypadła ocena metod wspierania sektora finansowego i sfery realnej gospodarki, której Autorzy zarzucili uznaniowość, stymulowanie konsumpcjogennych zachowań oraz zbytnią deklaratywność reform. Konsekwencją działań antykryzysowych w Rosji był wzrost znaczenia roli państwa w gospodarce rosyjskiej kosztem rynku. Z drugiej strony kryzys w Rosji miał charakter

„oczyszczający", uzmysłowił konieczność poprawy efektywności gospodarowania i pobudzania prywatnej przedsiębiorczości.

Druga część refleksji Autorów o rynku finansowym dotyczy rynku akcji i obligacji. Artykuł Ewy Feder-Stempach analizuje ryzyko systematyczne przy inwestycjach w akcji i jego podstawową miarę, jaką jest współczynnik β. Przedmiotem analizy autorskiej jest porównanie współczynników β, oszacowanych estymatorem MNK na podstawie jednowskaźnikowego modelu Sharpe'a dzięki prognozie wykorzystującej równanie Blume'a, ze współczynnikami β, oszacowanymi z danych 2009 r. Uzyskane wyniki dwóch sposobów określenia współczynników β, choć nie były jednolite, umożliwiły zakwalifikowanie większości spółek do grupy agresywnej lub defensywnej i pozwoliły na określenie wskazówek inwestycyjnych. Ponadto bardzo trafna okazała się prognoza ryzyka dla portfela imitującego WIG 20, co potwierdza możliwość stosowania równania Blume'a dla prognoz ryzyka portfeli obejmujących największe polskie spółki.

Urszula Kosterna w artykule „Zróżnicowanie dochodowości długoterminowych obligacji skarbowych państw strefy euro w trakcie kryzysu finansowego" przedstawiła zmiany rentowności tych instrumentów oraz przeanalizowała przyczyny tych zmian. W jej opinii silny wzrost rozpiętości dochodowości z jesieni 2008 r. spowodowany został współzależnością trendu czynników: ryzyka kredytowego i płynności oraz awersji wobec ryzyka. Poprawa na rynkach finansowych w początkach II kwartału 2009 r. nie jest jednak gwarantem powrotu spreadów do poziomu sprzed kryzysu. Poważne zwiększenie rozmiarów długu publicznego wielu państw i perspektywy jego powiększenia dla sfinansowania kosztów działań antykryzysowych, nieujmowanych w budżecie, determinują zróżnicowanie ryzyka i żądanej za nie premii.

Stopień integracji polskiego rynku obligacji skarbowych z rynkiem obligacji skarbowych w obszarze euro był podstawą rozważań Sławomira Bukowskiego. Podkreślając wagę interpretacji rynków finansowych w skali międzynarodowej dla integracji monetarnej, Autor skupił uwagę na rynku obligacji skarbowych. Integrację tych rynków – w Polsce i strefie euro – zbadano wykorzystując model beta-konwergencji i sigma-konwergencji. Przeprowadzone badanie wykazało spadek stopnia integracji w latach 2004–2007 i jej wzrost – w okresie 2008–2009. Uzyskany wynik Autor potwierdził analizując inne miary, takie jak: zmiany współczynnika β, stałej $\alpha_{it.}$ współczynnika wariancji $VR_{i,t}$, średnia odległość $S_{i,t}$ współczynnika β od 1. Badanie potwierdziło występowanie znacznych różnic między stopniem integracji rynków obligacji skarbowych w strefie euro i integracji rynku obligacji skarbowych w Polsce z rynkiem w obszarze euro.

Tematykę rynku obligacji skarbowych w Polsce kontynuował w swoim opracowaniu Andrzej Krysiak, poświęcając je głównie ryzyku występującemu na tym rynku. Ideą przewodnią treści jest wykazanie, że wbrew ogólnie przyjętym opiniom obligacje skarbowe nie są instrumentami pozbawionymi ryzyka. Autor podniósł

kwestię rodzajów wyceny obligacji skarbowych, a następnie scharakteryzował pokrótce rodzaje ryzyka na rynku skarbowych papierów wartościowych, wskazując na możliwość jego redukowania.

W artykule „Obligacja indeksowana jako produkt strukturyzowany" Henryk Mamcarz przedstawił charakterystykę struktury i sposobu funkcjonowania wspomnianego tytułowego instrumentu. Dokonał też porównania opłacalności dwu konkurencyjnych względem niej narzędzi, jakimi są obligacja prosta i certyfikat indeksowy. Porównanie to wskazało na elementy przewagi obligacji indeksowej, będącej hybrydą obligacji prostej o relatywnie niskim kuponie odsetkowym i dwóch opcji finansowych, których połączenie tworzy syntetyczną strategię *bull call spread*. Z kolei wycena obligacji indeksowej jest możliwa poprzez duplikację struktury płatności tych instrumentów.

Przedmiotem artykułu Michała Buszki jest sekurytyzacja ryzyka zmiany cen towarów na rynkach finansowych za pomocą produktów *collateralized commodity obligations* (CCO). Autor zaprezentował w nim nowatorski sposób zarządzania ryzykiem, łącząc instrumenty pochodne, papiery dłużne i towary. Przedstawiona koncepcja sekurytyzacji ryzyka rynkowego wskazuje potencjalne nowe kierunki rozwoju finansów i bankowości inwestycyjnej poprzez pozyskanie nowych właściwości inwestycyjnej dzięki połączeniu wysokiej płynności i zróżnicowania rynku towarów z zasobami finansowymi rynku kapitałowego. Kombinacja instrumentów obu rynków umożliwia kreowanie nowych produktów i strategii inwestycyjnych, dostosowanych do wymagań inwestorów w zakresie inwestycji alternatywnych, gwarantujące właściwą przejrzystość instrumentu i jego relatywnie wysoką rentowność. Konstrukcje CCO są bezpieczną przeciwwagą, mającą zmienić wizerunek grupy instrumentów CDO, które traktuje się jako nośniki światowego kryzysu finansowego.

Artykuł Radosława Pastusiaka „Inwestycje na platformie NewConnect – budowa portfela papierów wartościowych" prezentuje próbę określenia procedury budowy portfela z udziałem spółek notowanych na rynku ASO. Autor ma na celu zweryfikowanie hipotezy stwierdzającej, że skuteczne inwestowanie na badanym rynku wiąże się z zastosowaniem narzędzi i mechanizmów wyboru portfela przy inwestycjach *venture capital*. Pomimo zróżnicowania sektorowego, zyskowności, czasu trwania firm czy rodzaju inwestorów analizowane czynniki są takie same jak procedury weryfikacji na rynku niepublicznym, podejmowane przez fundusze *venture capital*.

Problematyka rynku Catalyst została podjęta w dwóch artykułach. Pierwszy z nich, autorstwa Magdaleny Schwedy, zatytułowany jest „Catalyst jako zorganizowana platforma obrotu papierami dłużnymi w Polsce". Catalyst jest to rynek dłużnych instrumentów finansowych, prowadzonych przez GPW w Warszawie we współpracy z Bond Spot S.A. Składa się z czterech platform (dwóch detalicznych i dwóch hurtowych), na których dokonuje się obrotu nieskarbowymi instrumentami

dłużnymi: obligacjami komunalnymi i korporacyjnymi oraz listami zastawnymi. Opracowanie przedstawia główne założenia i zasady działania tego rynku, jak również ilustruje rezultaty jego funkcjonowania po trzech miesiącach od momentu startu tego rynku. Drugi z nich, opracowany przez Dominikę Kordelę, prezentuje rynki Catalyst w strukturze polskiego rynku papierów wartościowych. Autorka przedstawiła w nim syntetyczną charakterystykę polskiego rynku pozaskarbowych papierów dłużnych, ideę i strukturę rynku Catalyst. Ponadto zaprezentowała regulacje obowiązujące emitentów tego rynku oraz oceniła początkowy okres działania (od 30 września 2009 r.).

Trzecia część rozważań o rynku finansowym dotyczy wysoce kontrowersyjnego instrumentu w świetle kryzysu finansowego, jakim są opcje. Newralgiczny w latach 2008–2009 problem opcji walutowych w Polsce podjął w swoim opracowaniu Kamil Liberadzki. Transakcje opcji walutowych zawierane między bankami działającymi w Polsce a przedsiębiorstwami eksporterami, rozliczającymi swoją sprzedaż w głównych walutach – dolarze i euro – stały się dla firm ogromnym problemem ze względu na utratę pozycji konkurencyjnej na rynkach zagranicznych. Przyczyną tego było trwające od 2004 r. umacnianie się złotego wobec czołowych walut.

Z kolei transakcje opcyjne, zawierane ze względu na zabezpieczenie przed ryzykiem walutowym, okazały się pułapką dla przedsiębiorstw, które nie rozpoznały mechanizmu opcji zaproponowanego przez banki – tzw. struktur zerokosztowych czy wyłączenia struktur po przekroczeniu przez kurs referencyjny stosownej bariery. Straty bądź upadłości spółek giełdowych pobudziły dyskusję na temat etyki postępowania banków oraz stworzenia metod obrony przedsiębiorstw przez roszczenia banków–wierzycieli.

Leszek Czapiewski i Tomasz Nowaczyk w artykule „Asymetryczne strategie opcyjne jako zabezpieczenie ekspozycji na ryzyko walutowe" przedstawili metodę oraz rezultaty symulacji wykorzystania tych strategii do zabezpieczenia przedsiębiorstw przed ryzykiem zmiany kursu euro. Eksperymentalną symulację Monte Carlo Autorzy przeprowadzili dla okresu rocznego, przy zmienności kursu, i porównali jej wyniki z rezultatami bez zabezpieczeń i z zabezpieczeniem poprzez opcję sprzedaży euro.

Kolejny artykuł o charakterze metodycznym przedstawiła Ewa Dziawgo. Zajęła się ona kwestią wpływu uzmiennienia poziomu bariery na własności opcji barierowych. Autorka przedstawiła w nim analizę porównawczą wpływu wybranych czynników na cenę opcji zwykłych oraz zwykłych barierowych o zmiennym poziomie bariery. Przeprowadzone symulacje dotyczyły opcji wystawianych na EUR/PLN.

Ostatni z artykułów poświęconych opcjom, zatytułowany „Porównanie modeli wyceny opcji na danych wysokiej częstotliwości", jest rezultatem pracy zbiorowej pięciu pracowników Wydziału Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego

(Ryszarda Kokoszczyńskiego i współpracowników). Podobnie jak dwa poprzednie, ma charakter metodyczny, gdyż ocenia właściwości teoretyczne estymatora zmienności zrealizowanej (*realized volatility*) w modelu Blacka. Efektywność tego modelu poddano ocenie przy wykorzystaniu uśrednionej zmienności zrealizowanej lub przy zastosowaniu interwału delta (w przedziale testowym 10s-15m).

Czwarty blok refleksji autorskich poświęcony został innowacjom na rynku funduszy inwestycyjnych. Rozpoczyna go artykuł Renaty Papież „Reżim prawno-instytucjonalny Real Estate Investment Trust (REIT) w krajach Unii Europejskiej". Autorka porównuje w nim europejskie regulacje funkcjonowania struktur REIT ze wzorcem amerykańskim, wywodzącym się z *Grantour Trust* – modelu pośrednictwa pozwalającego przełamać bariery dostępności inwestycji na rynku nieruchomości. Ponadto wskazano na możliwości stworzenia analogicznych rozwiązań prawnych w Unii Europejskiej, umożliwiających konstrukcję europejskiej sieci REIT.

Katarzyna Perez w swoim artykule „Cechy funduszy hedgingowych a ich funkcjonowanie w dobie kryzysu finansowego" scharakteryzowała korzyści i zagrożenia funduszy hedgingowych. Przedstawiła ich istotę oraz mechanizm działania tych funduszy. Zwróciła uwagę na fakt, że cechy funduszy hedgingowych są funkcją kapitału ludzkiego, czyli zarządzających, oraz decyzji uczestników w warunkach zawirowań na rynku finansowym. Jednocześnie efektem nierównowagi na nim jest działanie mechanizmu „oczyszczania" rynku z nieefektywnych menedżerów i strategii, co wpływa na właściwy rozwój rynku funduszy hedgingowych.

Problematyką wyceny certyfikatów inwestycyjnych funduszy nieruchomości działających w Polsce w okresie zawirowań na rynkach finansowych zajął się Sławomir Antkiewicz. W artykule podjęto próbę określenia wpływu niestabilności na rynku funduszy nieruchomości na kalkulację ich efektywności. Jednocześnie wskazano w nim na perspektywy dalszego rozwoju funduszy nieruchomości w Polsce w kontekście tendencji występujących w Europie Środkowej i Wschodniej.

Z kolei Tomasz Miziołek przedstawił refleksje o tytułach uczestnictwa *exchange-traded funds* w portfelach funduszy inwestycyjnych. W swoim artykule ocenił stopień zaangażowania funduszy inwestycyjnych w Polsce we wspomniane tytuły uczestnictwa w pierwszym półroczu 2009 r.

Z kolei Małgorzata Mikita podjęła temat „Zyski funduszy hedgingowych a koniunktura gospodarcza". Ideą jej rozważań była weryfikacja hipotezy o trwałości zysków tych funduszy – niezależnie od poziomu ogólnogospodarczej aktywności.

Problematyce metodycznej poświęciła swą uwagę Ewelina Sokołowska w artykule „Bazy danych i indeksy funduszy hedgingowych". Autorka wskazała na niedoskonałości, niekompletność i brak reprezentatywności baz danych tych funduszy. Jednak oceniając je stwierdziła, że stanowią one cenne źródło informacji i bazę odniesienia w sytuacji niedostatku wiedzy na ich temat.

„Fundusze private equity w finansowaniu procesów konsolidacyjnych" to artykuł Aliny Gorczyńskiej. Podjęła ona w nim problematykę internacjonalizacji przedsiębiorstw w Unii Europejskiej.

Następny blok tematyczny refleksji o rynku finansowym poświęcono finansom behawioralnym. Problematyce tej poświęciła uwagę Urszula Banaszczak-Soroka w artykule „Zasady postępowania firm inwestycyjnych w relacjach z inwestorem przed zawarciem umowy o świadczenie usług maklerskich". Scharakteryzowała w nim działalność informacyjną domów maklerskich dla klientów, która ma charakter obligatoryjny i fakultatywny, wynika z praktyk i nacisku na etykę w relacjach inwestorskich. Ważnym jej uzupełnieniem jest wskazanie zasad postępowania domu maklerskiego w przypadku konfliktu interesów. Powyższe działania mają na celu ochronę klienta detalicznego na rynku kapitałowym według zasady „poznaj klienta" i „poznaj dom maklerski".

Istotą rozważań Agnieszki Duraj w opracowaniu „Wartość akcji a zachowania inwestorów na giełdzie papierów wartościowych w starej i nowej perspektywie" była próba przedstawienia zachowań inwestorów giełdowych w świetle teorii perspektywy D. Kahnemana i A. Tresky`ego. Miała ona na celu przybliżenie relacji między awersją i skłonnością do ryzyka a wartością subiektywną akcji w kontekście analizy behawioralnej. Zamiarem Autorki było wskazanie na najważniejsze czynniki o charakterze behawioralnym, dzięki którym można wyjaśniać wiele zjawisk trudno wytłumaczalnych przez tradycyjną teorię rynku kapitałowego.

Natomiast Krzysztof Szlichciński w swoim artykule podjął tematykę poszukiwań przyczyn zmienności cen akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2004–2008. Autor poszukiwał potwierdzenia racjonalności inwestowania w akcje spółek notowanych na warszawskim parkiecie. Racjonalność tę identyfikował poprzez powiązanie kondycji finansowej spółek z przebiegiem zmienności cen ich akcji. Zainteresowania Autora objęły także próbę zastosowania dwu nowych wskaźników – produktywności spółki i „chciwości inwestorów".

„Wpływ kryzysu finansowego na funkcjonowanie gospodarstw domowych" to przedmiot zainteresowań Ewy Tokajuk. Problematykę tę Autorka rozpatrywała na przykładzie Polski, wskazując na ogólne symptomy i mechanizm powstawania kryzysu oraz jego efekty ilościowe i jakościowe, w ramach różnych podmiotowo segmentów rynku kapitałowego. Ponadto wskazała syntetycznie na metody „obrony" gospodarstw domowych przed kryzysem.

W artykule Krzysztofa Waliszewskiego „Zarządzanie finansami osobistymi w Polsce" wskazano na ich teoretyczne i praktyczne aspekty. Autor podjął tematykę istoty, struktury podmiotowej i przedmiotowej w obszarze pośrednictwa finansowego dla gospodarstw domowych. Wskazał ponadto na wzrost roli finansów osobistych i zarządzania nimi ze względu na większą wiedzę i wzrost świadomości finansowej społeczeństwa z jednej strony, jak i ze względu na rozwój profesjonalnej

obsługi doradztwa finansowego. Przedstawił także główne tendencje w zarządzaniu finansami prywatnymi w Polsce.

W części niniejszego Zeszytu Naukowego dotyczącej ubezpieczeń należy odnotować zaledwie dziesięć opracowań, w tym trzy z zakresu problematyki ubezpieczeń społecznych, a ściślej mówiąc ubezpieczeń emerytalnych, oraz siedem dotyczących ubezpieczeń gospodarczych.

W Polsce od wielu lat trwa dyskusja na temat konieczności bardziej radykalnych reform poszczególnych filarów systemu emerytalnego. W trosce o wzrost efektywności inwestycyjnej w drugim filarze Alicja Gołębiowska w opracowaniu „Koncepcja wielofunduszowości w aspekcie efektywności Otwartych Funduszy Emerytalnych w Polsce" prezentuje proponowane rozwiązania w zakresie wielofunduszowości oraz analizuje sporne kwestie dotyczące charakteru i liczby tworzonych funduszy, horyzontu czasowego inwestycji oraz dopuszczalnych zasad inwestowania w nowych funduszach.

Pozostałe dwa opracowania z zakresu problematyki społecznej dotyczą rozwiązań zagranicznych. Jarosław Poteraj w opracowaniu „Paradygmat trójfilarowości systemu emerytalnego na przykładzie rozwiązań emerytalnych w Szwajcarii" poszukuje rozwiązań, które warto wykorzystać. Autor stwierdza, że paradygmat trójfilarowości systemu emerytalnego znajduje w szwajcarskiej rzeczywistości pełne zastosowanie. Ponadto w porównaniach międzynarodowych odnotowuje stosunkowo małe zróżnicowanie wartości wypłacanych emerytur w I filarze oraz rzadko spotykane bezpośrednie przekazywanie części wpływów z podatku VAT na cele emerytalne.

Trwające od ponad dwóch lat zawirowania, właściwie katastrofy na światowym rynku pieniężnym i kapitałowym podważają bezpieczeństwo finansowe ich uczestników. Opracowanie Piotra Pisarewicza „Wybrane zasady funkcjonowania planów emerytalnych w USA oraz odpowiedzialność zarządzających" dotyczy zabezpieczenia praw uczestników planów emerytalnych. Autor skupia się na tych zapisach ustawy o emeryturach pracowniczych z 1974 r., które mają gwarantować sprawne funkcjonowanie planów emerytalnych, na przykład obowiązek lojalności oraz staranności na wszystkich poziomach administrowania i zarządzania, wymogi dotyczące doradztwa inwestycyjnego, prawo wyboru opcji inwestycyjnych przez uczestników planów emerytalnych itd. Zapisom tym towarzyszą surowe sankcje finansowe oraz karne, które – zdaniem Autora – skutecznie zapobiegają wszelkiego rodzaju nieprawidłowościom.

Dwa spośród opracowań z zakresu ubezpieczeń gospodarczych dotyczą funkcjonowania zakładów ubezpieczeń, a dokładniej mówiąc, finansowych aspektów ich funkcjonowania. Marietta Janowicz-Lomott w opracowaniu „Nadwyżka finansowa w towarzystwach ubezpieczeń wzajemnych" słusznie zauważa, że TUW osiągają wprawdzie niższą rentowność sprzedaży, ale w rentowności kapitałów potrafią być równie zyskowne jak ubezpieczyciele posiadający status spółek akcyjnych. Autorka

trafnie zauważa, że TUW pozostawiające nadwyżkę do dyspozycji towarzystwa, a więc z założenia ubezpieczających, znacznie lepiej wpisują się w koncepcję przedsiębiorstwa społecznego niż spółki akcyjne. Dodać trzeba, że specyficzna prawno-organizacyjna forma funkcjonowania TUW (w tym możliwość tworzenia związków wzajemności członkowskiej, czyli „przedsiębiorstwa w przedsiębiorstwie") czyni z nich przedsiębiorstwa społeczne.

Wspomniane wyżej bezpieczeństwo finansowe uczestników rynku kapitałowego i pieniężnego to w stosunkach ubezpieczeniowych problematyka wyczerpująca treść tzw. zasady realności ochrony ubezpieczeniowej w aspekcie jej gwarancji ekonomicznych. Jej absolutne i bezwzględne przestrzeganie stanowi *conditio sine qua non* prowadzenia działalności ubezpieczeniowej. Marzanna Lament w opracowaniu „Wewnętrzne determinanty wypłacalności zakładów ubezpieczeń" wskazuje na konieczność permanentnej aktualizacji polityki rachunkowości oraz mechanizmów kontrolnych w celu zagwarantowania ekonomicznej realności ochrony ubezpieczeniowej. Im większa liczba i różnorodność mechanizmów kontrolnych, tym większa ich skuteczność.

Trwający nadal światowy kryzys finansowy, a w ślad za nim kryzys gospodarczy w różnym stopniu dotknął poszczególne kraje oraz poszczególne sektory gospodarek narodowych. W Polsce w relatywnie mniejszym stopniu odbił się on negatywnie na rynku ubezpieczeniowym. Niektóre segmenty tego rynku zawdzięczają kryzysowi swój rozwój. Należy do nich segment ubezpieczeń finansowych. Jest to zrozumiałe, bowiem pogarszająca się koniunktura gospodarcza powoduje wzrost tzw. ryzyka finansowego, a więc w ślad za tym wzrost zapotrzebowania na ochronę ubezpieczeniową przed skutkami ich realizacji (np. ryzyko kredytu kupieckiego – nazywanego często handlowym – oraz niehandlowego, gwarancje ubezpieczeniowe). Zagadnienia te stanowią treść opracowania Ilony Tomaszewskiej „Trendy rozwojowe na rynku ubezpieczeń finansowych w Polsce".

Po 1990 r. jedynym segmentem rynku ubezpieczeniowego w Polsce, który nie tylko się nie rozwijał, ale wręcz zanikał, były ubezpieczenia związane z produkcją rolną. Przyczyny takiego stanu rzeczy były dwie: całkowite zniesienie obowiązku ubezpieczenia upraw, zwierząt i innego mienia ruchomego (objętych wcześniej ubezpieczeniami *ex large*), co spowodowało drastyczny wzrost składek ubezpieczeniowych oraz silne zubożenie rolników. Dopiero w 2005 r. rząd zdecydował się na działania interwencyjne, wprowadzając obowiązek ubezpieczenia upraw i zwierząt z dopłatami do składek ze środków budżetowych. Mimo trzykrotnej nowelizacji przepisów regulujących te ubezpieczenia, obecne rozwiązania wzbudzają wiele kontrowersji. Ciekawym i twórczym głosem w dyskusji na temat doskonalenia systemu ubezpieczeń rolnych w Polsce jest opracowanie Moniki Kaczały i Krzysztofa Łyskawy „Nowy paradygmat produktu ubezpieczeniowego w rolnictwie – kontrakty indeksowe". Autorzy wykazują, że z punktu widzenia ubezpieczycieli proponowany produkt w bardzo wysokim stopniu jest pozbawiony wad

występujących w ubezpieczeniach tradycyjnych. Natomiast na rolnikach wymusza on zmianę oczekiwań od ochrony ubezpieczeniowej, ponieważ ubezpieczenie ma się stać jednym ze sposobów finansowania zaistniałej straty, a nie jedynym źródłem pełnego jej pokrycia.

Z problematyką ubezpieczeń rolnych wiąże się również opracowanie Stanisława Wieteski „Regionalne zróżnicowanie ryzyka powodziowego w polskim obszarze klimatycznym w latach 2000–2007 a kalkulacja składki ubezpieczeniowej". Autor podejmuje problem określony w tytule z punktu widzenia aktuarialnego. Uzasadnia tezę, że komórki aktuarialne ubezpieczycieli nie powinny ograniczać swoich działań do własnych danych statystycznych. Wskazuje również na duży stopień złożoności zjawisk powodziowych, które podlegają kwantyfikacji za pomocą parametrów niezbędnych do prawidłowej kalkulacji stopy składki.

Ubezpieczenia satelitarne rzadko są przedmiotem rozważań w literaturze fachowej. W artykule „Szkoda w ubezpieczonym satelicie a wartość akcji operatora satelitarnego" Piotr Manikowski rozważa kwestie związane z wpływem zniszczenia satelity na kurs akcji operatora satelitarnego, ze szczególnym uwzględnieniem sytuacji, w której skutki szkody objęto ubezpieczeniem majątkowym. Autor potwierdza negatywne oddziaływanie szkód na wartość akcji firm, nawet w sytuacji posiadania ubezpieczenia, a także określa wielkość tego wpływu dla trzech analizowanych firm, stosując zmodyfikowany model Sharpe'a. Okazuje się, że skutki tego oddziaływania są większe, niż teoretycznie zakładano.

Problematyka efektywności działania w odniesieniu do ubezpieczeń gospodarczych nie cieszy się zainteresowaniem teoretyków. Na przestrzeni ostatnich niemal 40 lat opublikowano jedynie kilka opracowań artykułowych. Przeważa pogląd, zgodnie z którym do oceny działalności ubezpieczeniowej bardziej niż pojęcie efektywności nadaje się pojęcie jakość. Z zadowoleniem należy więc odnotować opracowanie Anny Doś pt. „Efektywność jako kryterium podejmowania decyzji o zastosowaniu ubezpieczenia w zarządzaniu ryzykiem przedsiębiorstwa". Autorka stwierdza, że paradygmat efektywności można zastosować w decyzjach dotyczących wykorzystania ubezpieczeń w ochronie przed negatywnymi skutkami ryzyka. Podejmuje więc próbę „zdefiniowania na nowo efektywności ubezpieczenia – jako relacji wszystkich korzyści do wszystkich kosztów związanych z zastosowaniem ubezpieczenia [...]". Pomimo rozwinięcia pojęcia „wszystkich korzyści" i pojęcia „wszystkich kosztów" kategoria efektywności ubezpieczeń nadal budzi istotne kontrowersje, a nawet istotne zastrzeżenia. Odnoszą się one przede wszystkim do koniecznej – jak się wydaje – możliwości jej pomiaru, a nie jedynie opisu.

Końcowym fragmentem Zeszytu Naukowego poświęconego nowym perspektywom na rynkach finansowych i w ubezpieczeniach są rozważania o finansach międzynarodowych. Autorzy skupili się w tej części przede wszystkim na problematyce walutowej. Michał Jurek w artykule „Upadek hipotezy o wypieraniu systemów pośrednich: w kierunku nowego paradygmatu wyboru systemów" analizował

temat, wykorzystując model logitowy, zastosowany w badaniach okresu 1999–2009. W opracowaniu zweryfikowano tytułową hipotezę oraz zidentyfikowano czynniki oddziałujące na decyzje dotyczące wyborów systemów kursowych w krajach rozwiniętych i rozwijających się.

W artykule Pawła Marszałka „Mniej czy więcej walut – hipoteza kontrakcji walutowej w gospodarce światowej" podjęto próbę weryfikacji tytułowej hipotezy. Autor dowodzi, że liczba jednostek pieniężnych nie zmieniła się, natomiast zmienia się znaczenie walut lokalnych, gdy inne z kolei umacniają swoją pozycję. Wskazał także na tendencję posługiwania się dwoma podstawowymi rodzajami pieniądza – lokalnego i elektronicznego. Pieniądz lokalny staje się coraz bardziej rozproszony. Jednocześnie następuje też rozwój pieniądza elektronicznego.

Kolejne dwa artykuły – Ireneusza Pszczółki („Międzynarodowa rola dolara amerykańskiego") i Pawła Kowalika („Czy dolar może przestać być walutą międzynarodową?") – podejmują tematykę roli i miejsca w systemie walutowym. Autorzy skoncentrowali swoją uwagę na ocenie roli dolara amerykańskiego w sektorze prywatnym – jako waluty inwestycyjnej, transakcyjnej i fakturowania oraz w sektorze publicznym – jako waluty rezerwowej, interwencyjnej i odniesienia. Pomimo różnych historycznych zawirowań status dolara się nie zmienił i mimo konkurencji umacniającej się waluty euro – pozostanie on nadal walutą międzynarodową o istotnym znaczeniu dla gospodarki światowej. Autorzy dowodzą tego, wykorzystując analizy informacji różnorodnych organizacji międzynarodowych.

W opracowaniu Kiliona Munyamy zaprezentowano uwagi na temat udziału Europejskiego Banku Inwestycyjnego w łagodzeniu globalnego kryzysu finansowego. Scharakteryzowano w nim strategię EBI na lata 2008–2011 oraz projekty JASPERS, JEREMIE i Inicjatywę Innowacje 2010. Ponadto przedstawiono zaangażowanie EBI w pobudzaniu efektywności sektorowej i antyrecesyjnej na terenie UE.

Artykuł Alicji Brodzkiej „Konkurencyjność centrów finansowych *offshore* z perspektywy europejskiego inwestora" prezentuje możliwość wykorzystania tych centrów przez indywidualnych inwestorów. Autorka zbadała w nim także znaczenie terytoriów stosujących zachęty podatkowe w zagranicznych przepływach kapitałowych. Ponadto scharakteryzowała reakcje krajów Unii Europejskiej na rosnącą popularność rajów podatkowych oraz przeanalizowała skutki wprowadzonych regulacji prawnych, wskazała na perspektywy rozwoju krajów stosujących konkurencję podatkową.

Problematyka możliwości pośredniego inwestowania na giełdowym rynku Azji i Pacyfiku z punktu widzenia polskiego podmiotu indywidualnego jest przedmiotem artykułu Piotra Łobodzińskiego. Autor badał możliwości lokowania kapitału w instrumenty udziałowe notowane w regionie Azji i Pacyfiku. W jego ocenach polski rynek kapitałowy charakteryzuje się skromną ofertą dla polskich inwestorów, ograniczoną do kilkunastu funduszy inwestycyjnych i ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych.

W artykule Anety Kosztowniak „Stan obecny oraz perspektywy rynków wschodzących i krajów rozwijających się po globalnym kryzysie finansowym" przedstawiono diagnozę i prognozę sytuacji dla wskazanych gospodarek. Zawiera on rozważania o kanałach transmisji kryzysu na badane rynki, jak również działania antykryzysowe na rynkach wschodzących (na przykład Chin). Autorka wskazała na zasadnicze konsekwencje gospodarcze i społeczne kryzysu. Ponadto przedstawiła refleksje dotyczące nowego paradygmatu polityki ekonomicznej po kryzysie finansowym końca pierwszej dekady XXI wieku.

Wiesława Przybylska-Kapuścińska
Jerzy Handschke