



Nr 1176

PRACE NAUKOWE

Akademii Ekonomicznej
im. Oskara Langego we Wrocławiu

Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek

Redaktorzy naukowci

Wanda Ronka-Chmielowiec
Krzysztof Jajuga

Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej
im. Oskara Langego we Wrocławiu
Wrocław 2007



Komitet Redakcyjny

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

Recenzenci

*Piotr Chrzan, Jerzy Handschke, Paweł Miłobędzki,
Włodzimierz Szkutnik, Mirosław Szreder, Waldemar Tarczyński,
Stanisław Wieteska, Dariusz Zarzecki*

Redaktor Wydawnictwa

Joanna Świrska

Korektorzy

Barbara Cibis, Aleksandra Śliwka

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

Druk i oprawa: Zakład Graficzny AE we Wrocławiu. Zam. 345/2007

Spis treści

Wstęp	11
Jan Acedański – Związki między aktywnością gospodarczą a koniunkturą giełdową w Polsce w świetle testów przyczynowości Grangera	13
Maria Balcerowicz-Szkutnik – Ocena ryzyka demograficznego w ubezpieczeniach społecznych w Polsce i wybranych krajach UE	26
Anna Berlik – Specyfika transakcji sekurytyzacyjnych przeprowadzanych w Polsce	35
Maria Blangiewicz, Paweł Miłobędzki – Wykorzystanie spreadu doskonale prognozowanego do weryfikacji hipotezy oczekiwań struktury czasowej stóp procentowych na rynku depozytów międzybankowych w Polsce	46
Marta Borda – Ubezpieczenie jako metoda finansowania ochrony zdrowia ..	56
Sebastian Buczek – Obligacje zamienne a akcje z perspektywy inwestora ...	65
Teresa Tatiana Czerwińska – Standardy <i>corporate governance</i> powszechnych towarzystw emerytalnych – spojrzenie na zasady i kontrowersje..	73
Barbara Dembowska – Uwarunkowania zawierania ubezpieczeń na życie w gospodarstwach domowych	82
Piotr Fiszedler – Weryfikacja modelu CAPM na podstawie jednoczynnikowego modelu GARCH dla GPW w Warszawie	91
Magdalena Frasyniuk-Pietrzyk – Wykorzystanie mierników Sharpe’a i Treynora do oceny efektywności inwestycyjnej OFE	99
Kamila Galin – Analiza efektu IGARCH oraz efektu długozasięgowych zależności w szeregu stóp zwrotu indeksu WIG	110
Krzysztof Jajuga – On Some Tendencies in Alternative Investments	119
Anna Jędrzychowska, Ewa Poprawska – Ocena działalności reasekuracyjnej zakładów ubezpieczeń działających na rynku polskim	129
Rafał Jóźwicki – Wpływ agregacji danych na efektywność rynku giełdowego w Polsce	143
Magdalena Kalasińska – Sekurytyzacja w polskim prawie – kluczowe regulacje prawne	151
Marcin Kawiński – Możliwości stosowania ubezpieczenia do finansowania skutków ryzyka choroby	156

Paweł Kliber – Przenoszenie zmienności między akcjami a indeksem giełdowym na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie	166
Julia Koralun-Bereźnicka – Wielowymiarowa analiza porównawcza wybranych giełd papierów wartościowych na świecie	174
Dominik Krężolek – Budowa portfeli rynkowych i ocena efektywności inwestycji z wykorzystaniem rozkładów stabilnych	185
Zbigniew Krysiak – Rating jakości zarządzania ryzykiem firmy	193
Anna Kufel-Siemińska – Dystrybucja usług ubezpieczeniowych w Polsce w latach 1998-2005	207
Robert Kurek – Modele wewnętrzne jako alternatywna forma wyznaczania kapitału wypłacalności zakładów ubezpieczeń – klasyfikacja modeli ...	215
Katarzyna Kuziak – Zarządzanie ryzykiem w polskich spółkach publicznych – badania empiryczne	225
Jacek Lisowski, Marcin Zimowski – Cykle koniunkturalne w ubezpieczeniach – wybrane teorie	233
Krzysztof Łyskawa, Marcin Wojtkowiak – Ubezpieczenia skierowane do muzułmanów – wyzwanie dla współczesnych rynków finansowych	242
Piotr Manikowski – Ocena rozwiązań i doświadczeń brytyjskiego systemu ubezpieczeń terrorystycznych	253
Tomasz Michalski, Artur Lewandowski – Zastosowanie metod taksonomicznych do oceny konglomeratów finansowych	260
Tomasz Miziołek – Certyfikaty inwestycyjne w portfelach otwartych funduszy emerytalnych	270
Wojciech Nagel – Wpływ czynników makroekonomicznych na sytuację finansową Funduszu Ubezpieczeń Społecznych (na przykładzie 2006 roku)	279
Agnieszka Orwat – Metody odporne SAW w estymacji ryzyka portfela aktywów długoterminowych na przykładzie polskiego rynku funduszy inwestycyjnych	288
Monika Papież – Wpływ procesu starzenia się ludności na ryzyko w ubezpieczeniach na życie	298
Tomasz Pisula, Grzegorz Mentel – Prognozy długookresowe dla wartości zagrożonej <i>Value at Risk</i> w ocenie ryzyka inwestowania w akcje	308
Paweł Porcenałuk – Heurystyka zakotwiczenia – skłonności poznawcze inwestorów na przykładzie rynku polskiego	316
Bogusław Półtorak – Czynniki rozwoju firm pośrednictwa kredytowego w Polsce ...	322
Agnieszka Przybylska-Mazur – Prognozowanie inflacji na podstawie pewnego modelu dynamicznego	332
Jacek Rodzinka – Scoringowa metoda pomiaru lojalności klientów zakładów ubezpieczeń działu II	339
Anna Romowicz – Portfele akcji z ustalonym porządkiem oczekiwanych stóp zwrotu	354

Anna Rutkowska-Ziarko, Lesław Markowski – Porównanie portfeli Markowitza i portfeli o minimalnej semiwariancji w warunkach zmiennej koniunktury giełdowej	360
Agnieszka Siewiera – Ryzyko w decyzjach inwestycyjnych	371
Tomasz Słoński, Ewelina Plachciak – Wpływ zmian zyskowności na oczekiwane stopy zwrotu z akcji spółek – weryfikacja podejścia A. Damodarana dotyczącego kalkulacji współczynnika beta księgowego na podstawie danych giełdowych	379
Michał Stachura – Alternatywne ujęcie pomiaru ryzyka dla szeregów finansowych	388
Artur Stefański – Knowledge of Credit Analysts and the Quality of Credit Portfolio in Banks	397
Beata Stolorz – Wykorzystanie własności funkcji liniowej do konstruowania strategii opcyjnych	408
Hanna Szalewska, Anna Piechaczek – Atrakcyjność inwestowania w dobra rzeczowe na przykładzie nieruchomości i dzieł sztuki	415
Anna Szkarłat – Forma organizacyjno-prawna i rodzaj prowadzonych ubezpieczeń jako determinanty działalności inwestycyjnej zakładów ubezpieczeń... ..	424
Włodzimierz Szkutnik – Stopa procentowa a wartość rynkowa aktywów i zobowiązań firmy ubezpieczeniowej w relacji do czasu trwania nadwyżki w aspekcie struktury kapitałowej	434
Anna Szymańska – Szacowanie współczynników <i>bonus-malus</i> w ubezpieczeniach komunikacyjnych OC za pomocą estymatorów bayesowskich	441
Paweł Trippner – Stopa zwrotu funduszy emerytalnych i inwestycyjnych jako czynnik determinujący decyzje lokacyjne inwestorów	449
Paweł Trippner – Zróżnicowanie polityki inwestycyjnej otwartych funduszy emerytalnych	457
Grażyna Trzpiot – Regresja kwantylowa a estymacja VaR	465
Rafał Weron, Adam Misiorek – Heavy Tails and Electricity Prices: Do Time Series Models with Non-Gaussian Noise Forecast Better than Their Gaussian Counterparts?	472
Kinga Wierzchowska – Ryzyko katastroficzne – zarys problematyki	481
Barbara Więckowska – Ubezpieczenia ograniczonego ryzyka jako nowoczesna forma zarządzania ryzykiem przedsiębiorstwa	487
Tomasz Wiśniewski – Różnice w wycenie opcji realnych metodą dwukrotnej symulacji Monte Carlo i z zastosowaniem formuły Blacka-Scholesa	497
Aneta Włodarczyk, Marcin Zawada – Modelowanie cen energii elektrycznej na giełdach energii w wybranych państwach Unii Europejskiej	507
Agnieszka Wójcisiak – Finansowanie inwestycji poprzez emisję obligacji przychodowych – doświadczenia amerykańskie a rynek polski	517
Urszula Wójcikowska, Rafał Wójcikowski – Model Lintnera – dywidenda a struktura akcjonariatu	525

Piotr Wrzosek – Ocena ratingów na polskim rynku obligacji pozaskarbowych	531
Agnieszka Wylomańska – Stable CARMA Processes as a Tool for Stochastic Volatility Modelling.....	541
Dariusz Zarzecki – Metoda zdyskontowanych dywidend w wycenie przedsiębiorstw	549
Dariusz Zarzecki – Wykorzystanie wskaźników finansowych w zarządzaniu.....	564

Summaries

Jan Acedański – The Relationships between Stock Prices and Real Activity in Poland in View of Granger-Causality Tests	24
Maria Balcerowicz-Szkutnik – The Assessment of Demographic Risk in Social Insurance in Poland and Selected EU Countries	34
Anna Berlik – Specific Characteristics of Securitisation in the Polish Market	45
Maria Blangiewicz, Paweł Milobędzki – The Perfect Foresight Spread Regression in Testing the Expectations Hypothesis of the Term Structure of Interest Rates in the Polish Interbank Market.....	55
Marta Borda – Insurance as a Method of Health Care Financing	64
Sebastian Buczek – Convertible Bonds vs Stocks – from an Investor’s Perspective	72
Teresa Tatiana Czerwińska – Corporate Governance Standards of Pension Societies – the View on Rules and Controversy	81
Barbara Dembowska – Conditions of the Life Insurance Demand of Households	90
Piotr Fiszedler – Testing the APT Model with the One-Factor GARCH Model for the WSE	98
Magdalena Frasyniuk-Pietrzyk – Assessing the Investment Efficiency of Open Pension Funds: The Sharpe and Treynor Ratios	109
Kamila Galin – The Analysis of the IGARCH Effect and the Long Range Dependence Effect in the Rates of Return on the WIG Index	118
Krzysztof Jajuga – Niektóre tendencje w zakresie alternatywnych inwestycji	128
Anna Jędrzychowska, Ewa Poprawska – Analysis of Reinsurance Policy in Insurances Companies in the Polish Market	142
Rafał Józwicki – The Influence of Data Periodicity on Efficiency of Capital Market in Poland	150
Magdalena Kalasińska – Securitisation in Polish Law – Key Legal Regulations	155
Marcin Kawiński – Possibilities of Using Insurance in Financing Results of Sickness Risk	165
Paweł Kliber – Volatility Transmission between Stocks and Index in the Polish Stock Market	172

Julia Koralun-Bereźnicka – Multivariate Comparative Analysis of Selected World Stock Exchanges	183
Dominik Kręzolek – Some Strategies of Portfolio Selection and Investment Efficiency Tests with Stable Distributions	192
Zbigniew Krysiak – Rating of Quality of Risk Management	206
Anna Kufel-Siemińska – The Distribution of Insurance Services in Poland in the Period of 1998-2005	214
Robert Kurek – Internal Models as an Alternative Form of Defining Insurance Institutions Solvency Capital – Classification of Models	224
Katarzyna Kuźniak – Risk Management in Polish Companies Listed on the WSE – an Empirical Study	232
Jacek Lisowski, Marcin Zimowski – Insurance Cycles – the Chosen Theories	241
Krzysztof Łyskawa, Marcin Wojtkowiak – Insurances for Muslims – Challenges Facing the Contemporary Financial Markets.....	252
Piotr Manikowski – The Assessment of Solutions and Experiences of British System of Terrorism Insurance	259
Tomasz Michalski, Artur Lewandowski – Taxonomic Methods and Evaluation of Financial Conglomerates	269
Tomasz Miziolek – Investment Certificates in Portfolios of Open Pension Funds	278
Wojciech Nagel – Balance of Social Insurance Fund, Macroeconomic Indicators Influence (2006 Year)	287
Agnieszka Orwat – Robust <i>MSA</i> Methods in Estimation of Long-Term Assets Portfolio Risk Using the Example of Polish Open-End Investment Funds Market	297
Monika Papież – The Influence of Ageing Process of the Population on Living Benefits	307
Tomasz Pisula, Grzegorz Mentel – Long Run Value at Risk Prediction in Risk Assessment of Investing in Shares	315
Paweł Porcenaluk – Anchoring – Psychological Barriers in Investment Process	321
Bogusław Półtorak – Determinants of Credit Intermediaries' Development in Poland	331
Agnieszka Przybylska-Mazur – Inflation Forecasting Based on a Certain Dynamic Model	338
Jacek Rodzinka – Scoring Method of Measuring Insurance Companies Customers Loyalty	353
Anna Romowicz – Portfolios with Ordering Information	359
Anna Rutkowska-Ziarko, Lesław Markowski – A Comparison between Markowitz's Portfolios and Portfolios with a Minimum Semi-Variance in the Bull and Bear Market Phases	370
Agnieszka Siewiera – The Risk in the Investment's Decisions	377

Tomasz Słoiński, Ewelina Płachciak – The Impact of Earnings Volatility on the Stock Performance – the Verification of Damodaran’s Approach to Accounting Beta Calculation	387
Michał Stachura – Alternative Formulation of Risk Measurement for Financial Series	396
Artur Stefański – Wiedza analityków kredytowych a jakość portfela kredytowego banków	406
Beata Stolorz – The Application of Properties of the Linear Function to the Construction of Option Strategies	414
Hanna Szalewska, Anna Piechaczek – Attractiveness of Investment in Material Goods Based on Works of Art and Real Properties	423
Anna Szkarłat – Legal Form of Insurance Company and Type of Insurance Business as Determinants of Asset Allocation Decision	433
Włodzimierz Szkutnik – The Relationship among Interest Rate Risk, Market Value and Surplus Duration for the Insurance Industry	440
Anna Szymańska – Estimation of the Bonus-Malus Coefficients in CR Automobile Liability Insurance by Means of Bayesian Estimators	448
Paweł Trippner – The Level of Return on Pension and Investment Funds as a Decisive Factor of Investors’ Decisions.....	456
Paweł Trippner – Differences in Investment Policy of Open Pension Funds	464
Grażyna Trzpiot – A Quantile Regression Approach to Estimating VaR	471
Rafał Weron, Adam Misiorek – Ciężkie ogony a ceny energii elektrycznej: czy modele szeregów czasowych z szumem niegaussowskim prowadzą do lepszych prognoz niż modele gaussowskie?	480
Kinga Wierzchowska – Disaster Risk – Outline of the Problem	486
Barbara Więckowska – Finite Risk Insurance as Modern Form of Company’s Risk Management	496
Tomasz Wiśniewski – Differences in Valuation of Real Option with Double Monte Carlo Method and Black-Scholes Formula	505
Aneta Włodarczyk, Marcin Zawada – Power Price Modelling on Power Exchanges in Selected Countries of the European Union	515
Agnieszka Wojtasiak – Revenue Bonds Issuance as a Method of Investment Financing – American Experiences and Polish Market	524
Urszula Wójcikowska, Rafał Wójcikowski – The Lintner Model – Dividend and Structure of Shareholders	530
Piotr Wrzosek – Rating on Polish Non-Treasury Bond Market	540
Agnieszka Wyłomańska – Stabilne procesy CARMA jako narzędzie do modelowania zmienności stochastycznej	547
Dariusz Zarzecki – Valuation of Enterprises using Dividend-Discount Models	563
Dariusz Zarzecki – Application of Financial Ratios in Management	573

Wstęp

Rozwój rynków finansowych oraz związanego z nimi sektora bankowego i ubezpieczeniowego charakteryzuje się wzrostem liczby instrumentów finansowych, produktów bankowych i produktów ubezpieczeniowych. Spowodował on również dynamiczny rozwój narzędzi teoretycznych, zwłaszcza w zakresie zarządzania ryzykiem.

Problematyce teorii inwestycji, rynków finansowych, sektora bankowego, ubezpieczeń i zarządzania ryzykiem, jak również praktycznym zagadnieniom finansowym i ubezpieczeniowym występującym na polskim rynku poświęcona była dziesiąta konferencja naukowa „Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a rynek polski”. Konferencja ta odbyła się w dniach 24-26 września 2007 r. w Szklarskiej Porębie, w hotelu „Bornit”. Konferencję zorganizowały Katedra Inwestycji Finansowych i Zarządzania Ryzykiem oraz Katedra Ubezpieczeń Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu. Kierownictwo naukowe nad konferencją sprawowali prof. dr hab. Krzysztof Jajuga i prof. dr hab. Wanda Ronka-Chmielowiec.

Uczestniczyło w niej ok. 100 osób reprezentujących środowisko akademickie, sektor finansowy i ubezpieczeniowy. W jej trakcie zaprezentowano ponad 60 referatów o tematyce finansowej i ubezpieczeniowej.

Niniejsza publikacja zawiera 61 referatów, w tym kilka wygłoszonych na ubiegłorocznej konferencji, a zgłoszonych do publikacji w tej książce. Zostały one uporządkowane w kolejności alfabetycznej.

Redaktorzy książki w imieniu autorów i swoim własnym wyrażają głęboką wdzięczność recenzentom artykułów – panom profesorom: Piotrowi Chrzanowi, Jerzemu Handschke, Pawłowi Miłobędzkiemu, Włodzimierzowi Szkutnikowi, Mirosławowi Szrederowi, Waldemarowi Tarczyńskiemu, Stanisławowi Wietesce i Dariuszowi Zarzeckiemu – za uwagi, które pozwoliły na nadanie publikacji lepszego kształtu.

*Wanda Ronka-Chmielowiec
Krzysztof Jajuga*