

Marek Góra, *System emerytalny*

Review of the book by Marek Góra, *The Pension System*

Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2003

*rec. Marek Garbicz**

Marek Góra jest czołowym polskim specjalistą zajmującym się problematyką emerytalną i funkcjonowaniem systemów emerytalnych. Jest on także współtwórcą reformy tego systemu, która miała miejsce w naszym kraju w 1999 r. Czytelnik *Systemu emerytalnego* dostał więc do lektury pracę (wydaną w 2003 r.), która wyszła spod pióra profesjonalisty i świetnego znawcy tematyki. W mojej ocenie czytelnik nie powinien czuć się rozczarowany: praca jest kompetentnym, bardzo wszechstronnym studium poświęconym głównym dylematom, przed którymi stoi obecnie wiele krajów świata w związku z kryzysem systemów emerytalnych i potrzebą przebudowy tych systemów. Autor szczegółowo przedstawia ekonomiczne podstawy systemu emerytalnego, wyjaśnia, jak ten system funkcjonuje, i pokazuje uwarunkowania skłaniające do przejścia do alternatywnych rozwiązań. Warto zwrócić uwagę, że książka napisana jest jasnym i prostym językiem, w pełni zrozumiałym także dla laika. Zapewnia jej to potencjalnie dość szeroki – i bynajmniej nieograniczający się tylko do specjalistów – krąg czytelników. Sądzę, że jest to istotna zaleta pracy w sytuacji, gdy zagadnienia emerytalne budzą coraz większe zainteresowanie, są w Polsce szeroko dyskutowane, a jednocześnie są to kwestie ze swej natury raczej skomplikowane.

Powszechnie znane są przyczyny tego, że dotychczasowy, repartycyjny system emerytalny, zakła-

dający, że wypłaty dla świadczeniobiorców (emerytów) są finansowane przez kolejne pokolenia pracujących, staje się obecnie niewydolny. Niska stopa urodzeń i wydłużanie się średniego czasu życia powodują, że ogromnie rośnie populacja ludzi starych i niepracujących, lecz uprawnionych do świadczeń, oraz spada (przynajmniej względnie) liczebność młodego pokolenia. Taka struktura demograficzna tworzy silne napięcia budżetowe, gdyż podjęte zobowiązania władz publicznych co do wielkości wypłat emerytalnych skutkują rosnącym (choć ukrytym) długiem publicznym. Kontynuowanie tej sytuacji na dłuższą metę nie jest możliwe. Czy istnieje szansa rozwiązania tego problemu? Wiadomo, że w praktyce można zastosować trzy sposoby postępowania: (1) podnosić składki emerytalne, czyli zwiększać dalej obciążenia podatkowe, (2) obniżyć wielkość przyszłych świadczeń na rzecz emerytów, (3) wydłużać wiek przechodzenia na emeryturę. Sygnalizując te możliwości, Autor książki pokazuje, że problem demograficzny ma racjonalne rozwiązanie finansowe. Jednak zdaniem M. Góry, pierwszy pomysł jest mało realistyczny: dotychczasowe obciążenia podatkowe są i tak wysokie i nie można ich dalej bezkarnie podnosić. W dłuższym okresie takie działanie niczego nie rozwiązuje, bo nie chodzi wszak o jednorazowe podniesienie składek, ale o stały proces zwiększania obciążeń. Autor *Systemu emerytalnego* ma jednocześnie głębokie przekonanie – i daje temu wielokrotnie wyraz – że oba pozostałe sposoby działania są politycznie nie do przeprowadzenia w ramach dotychczasowego systemu insty-

* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Zarządzania i Finansów, Katedra Teorii Systemu Rynkowego.

tucjonalnego. Stąd wynikają jego rekomendacje dla zasadniczej reformy dotychczasowego systemu emerytalnego.

Na czym polega przedstawiony tu podstawowy dylemat? Otóż jeśli wzrastać będzie udział emerytów w ogólnej liczbie ludności, to polityka gospodarcza i społeczna będzie musiała wybierać między dwiema ścieżkami postępowania: utrzymywać stałą część PKB przeznaczaną na emerytury i godzić się na obniżanie przeciętnego świadczenia albo utrzymywać poziom średniej emerytury i powiększać udział emerytów w podziale PKB kosztem pracujących. To drugie rozwiązanie musi, zdaniem M. Góry, zahamować wzrost gospodarczy wskutek rosnących obciążeń fiskalnych gospodarki. Dlatego aksjomatem dla Autora jest stabilizacja podziału PKB między obie podpopulacje. Dopowiedzmy jednak, gdyż Autor nie pisze wprost, że takie rozwiązanie wywoła z kolei narastanie nierówności dochodowych między emerytami a pracującymi. Te uwarunkowania, związane z ewolucją procesów demograficznych i ich konsekwencjami ekonomicznymi, są tak ważne dla dalszych wywodów Autora, że wymagają szczególnie precyzyjnego dowodu. Niestety, czytelnik musi przedstawić aksjomat w znacznej części przyjąć na wiarę. Nie przedstawiono żadnego modelu, pozwalającego wskazać granice wzrostu determinowanego przez nadmierny fiskalizm. Jedynym użytym tu argumentem jest ogólne wskazanie na negatywny wpływ silnego opodatkowania czynników produkcji (słynny klin podatkowy) na wielkość zatrudnienia i produkcji. To rozumowanie jest w części trafne, niemniej jest ono niepełne. Można zgłosić w tym miejscu dwie uwagi. Po pierwsze, gotowość do zatrudniania czynników produkcji kształtuje się nie tylko pod wpływem podatków, ale także produktywności czynników (ich wydajności). Intensywny postęp techniczny może częściowo niwelować skutki rosnącego opodatkowania. Ponadto jest mało prawdopodobne, by silny wzrost nierówności dochodowych (jako rezultat spadającego poziomu świadczenia emerytalnego) nie wywołał ostrych napięć politycznych, skutkujących także niestabilnością systemu gospodarczego. Wówczas pozorne zyski ekonomiczne w postaci niskiego długu publicznego mogą być zniwelowane przez długotrwały kryzys gospodarczy.

Rekomendując politykom wprowadzenie nowego rozwiązania problemu emerytalnego w postaci systemu kapitałowego, M. Góra przeciwstawia go dotychczasowemu systemowi repartycyjnemu (PAYG). Jego zdaniem w starym systemie przeważają ujemne efekty zewnętrzne, w nowym zaś – efekty zewnętrzne dodatnie. Te oceny są dość dyskusyjne. W ogóle zresztą porównując oba systemy, Autor ucieka się często do czarno-białych klisz. Nawet w samej warstwie słownej i używanej terminologii dominują słowa o pejoratywnym wydźwięku w przypadku, kiedy mowa jest o

systemie PAYG oraz pozytywne, gdy dotyczy to systemu kapitałowego. Nie wydaje się, by obecnie istniały podstawy do tak kategorycznych ocen, zwłaszcza jeśli wziąć pod uwagę, że po jednej stronie mamy system (PAYG) funkcjonujący do lat 70. bezproblemowo, z drugiej zaś mówimy o nowym rozwiązaniu o niesprawdzonym rezultacie. System kapitałowy właściwie jeszcze nigdzie na świecie nie wszedł w taką fazę, która pozwalałaby na jego ostateczną ocenę. Dotyczy to także Polski, gdzie system jest od strony legislacyjnej niedokończony i dopiero ostatnio podjęto próbę prawnego zdefiniowania formuły wypłat z Otwartych Funduszy Emerytalnych. Ponadto, krytyka systemu repartycyjnego musi brać pod uwagę, że w przeszłości system kapitałowy niemal na pewno nie był możliwy do zastosowania w masowej skali, ze względu na słabość rynku kapitałowego i wysokie koszty transakcyjne obsługi indywidualnych klientów w okresie przed rewolucją informatyczną.

Na czym polegają przewagi systemu kapitałowego? W opinii M. Góry tradycyjny system jest systemem podatkowym, w którym wypłaty emerytur są finansowane z bieżących podatków. Hamuje to wzrost produkcji i zatrudnienia. Jednocześnie twierdzi on, jakoby nowe rozwiązanie miało już inny (niepodatkowy) charakter. Rzeczywiście, z formalnego punktu widzenia składki na indywidualne konta w OFE nie są podatkami. Problem polega jednak na tym, że nie są to również płatności w pełni dobrowolne. W praktyce system emerytalny nie może być skonstruowany jako system w pełni dobrowolnego oszczędzania na cele emerytalne. Ze względu na krótkowzroczność w postępowaniu jednostek i rażące błędy w szacowaniu wartości bieżącej dzisiejszych przychodów i przyszłych emerytur (gospodarstwa domowe posługują się nadmiernie wysokimi stopami dyskonta) zgromadzone w tym trybie składki byłyby z reguły zbyt niskie, by zapewnić przynajmniej minimalne świadczenia. Autor doskonale zdaje sobie sprawę z tej cechy systemu (wiele razy o tym pisze), a mimo to podtrzymuje dyskusyjny pogląd, że niepodatkowy charakter systemu kapitałowego pozwala mu uniknąć wad systemu PAYG. Można sądzić, że im mniej obowiązkowe byłyby rozwiązanie systemowe w zakresie składek na konta OFE, tym więcej racji miałby w tym względzie Autor. Problem w tym, że wtedy gorzej funkcjonowałby cały system. Najważniejszym kontrargumentem jest jednak praktyka biznesowa wskazująca, że dla firm składka emerytalna jest takim samym obciążeniem, jakim byłby odpowiedni podatek finansujący emerytury.

Wskazując na korzyści zewnętrzne, odwołano się do trzech aspektów. W jednym przypadku zgadzam się z M. Górą. Dotyczy to sugestii, że oszczędzanie na indywidualnych kontach emerytalnych zniechęca do skracania czasu pracy. Byłby to pozytywny scena-

riusz wprowadzenia nowej regulacji instytucjonalnej. Dwa pozostałe argumenty wydają mi się jednak wątpliwe. Po pierwsze, nie jestem przekonany, że nowy system będzie skłaniał do wyższych oszczędności i inwestycji (o ile pominiemy poruszony wyżej problem skracania czasu pracy). Oszczędzanie na kontach emerytalnych ma bowiem to samo źródło, co oszczędności na zwykłych rachunkach bankowych. To, co przybywa na jednym, *ceteris paribus* ubywa na drugim. Nie należy zatem oczekiwać wzrostu skłonności do oszczędzania. Ostatni argument, że nowy system będzie zniechęcał do wchodzenia w szarą strefę, wydaje się najbardziej dyskusyjny. Wszak jednym z powodów ucieczki w szarą strefę jest chęć uniknięcia płacenia składek ubezpieczeniowych przez zatrudniających się w tej strefie.

Paradoksalnie jednak Autor nie użył w książce argumentu (przynajmniej nie użył go *expressis verbis*), który tak naprawdę uważa za najważniejszy i przemawiający za zreformowaniem systemu emerytalnego, choć wątek ten ciągle się w pracy przewija. Chodzi mianowicie o odmienną alokację ryzyka w nowym systemie. Wbrew temu, co napisano w pracy, w starym systemie istniały jednak pewne zobowiązania władz publicznych w stosunku do przyszłych emerytów. Prawdą jest, że były one często na wyrost i nie do końca realne. W nowym systemie takich zobowiązań nie ma w ogóle. Oznacza to, że państwo całkowicie umywa ręce i przerzuca całe ryzyko co do wielkości świadczeń na samych zainteresowanych, tj. przyszłych emerytów. Dzięki takiemu rozwiązaniu wysokość emerytury pozornie nie jest przedmiotem przetargu politycznego, ale wyznaczana jest na podstawie wielkości środków pieniężnych zgromadzonych przez jednostki na ich kontach w OFE. M. Góra sądzi, że pozwoli to dostosować poziom obciążenia gospodarki emeryturami do możliwości tej gospodarki. Dokona się to niejako w sposób zdecentralizowany, techniczny i bez udziału polityki. Moim zdaniem, jest to podstawowe przesłanie Autora książki dla czytelnika i jednocześnie podstawowy motyw polityki gospodarczej w reformowaniu systemów emerytalnych. Skoro dostosowanie reguł systemu emerytalnego do zmian demograficznych jest politycznie tak trudne i kłopotliwe i może być zawsze politycznie torpedowane, to sięgnijmy do takiej zmiany instytucjo-

nalnej, która po prostu zniesie zobowiązania państwa w tym zakresie – zdaje się mówić Autor książki. Taki scenariusz może okazać się jednak mało realistyczny. Gdyby przyszłe emerytury spadły poniżej pewnego pułapu i gwałtownie wzrosłyby nierówności dochodowe na niekorzyść emerytur, wówczas czynnik polityczny z pewnością zostałby uruchomiony.

Jest jeszcze jeden wątek, niemal pominięty przez Autora. Chodzi mianowicie o koszty całego systemu i porównanie ich z kosztami starego systemu PAYG. Wydaje się, że stary system był względnie tani. Nowy, zdecentralizowany system, zakładający funkcjonowanie wielu konkurujących ze sobą funduszy emerytalnych, oznacza, że przyszli emeryci finansują wysokie koszty tej konkurencji w postaci np. wysokich kosztów marketingu. Wyjaśnia to także, dlaczego poziom opłat pobieranych od klientów (opłata dystrybucyjna i opłata za zarządzanie aktywami) jest tak wysoki. Nierozstrzygniętym problemem jest także sposób wypłat przyszłych emerytur i koszt tej operacji dla przyszłych emerytów. Ponadto indywidualne konta w OFE wymagają od obywateli stałego monitorowania spływania składek, kontroli stanu kont, analizy funkcjonowania własnego i pozostałych funduszy emerytalnych, co wiąże się z wysokimi kosztami indywidualnymi. Wszystkie te okoliczności wskazują, że wbrew zbyt optymistycznym ocenom stopy zwrotu (netto, tj. po odjęciu tych kosztów) z lokowania składek na rynkach kapitałowych niekoniecznie muszą być tak wysokie, jak sugeruje Autor.

Formalnie rzecz biorąc, książka *System emerytalny* nie zajmuje się wyłącznie przypadkiem polskim, ale ma ambicje szersze i bardziej uniwersalne. Nie da się jednak uciec od polskich realiów i krajowych doświadczeń, zwłaszcza w świetle tego, że nasz kraj jest jednym z prekursorów w recepcji nowych rozwiązań systemowych w Europie. Recenzowana publikacja jest wartościowym i ciekawym wprowadzeniem czytelnika w tajniki skomplikowanej problematyki systemów emerytalnych. Widać jednak, że silne zaangażowanie Autora w praktyczne wdrażanie nowego systemu kapitałowego w Polsce wywołuje pewną jednostronność ocen, zbyt dużą kategoryczność w sprawach nadal dyskusyjnych i chyba nieco przedwczesny optymizm co do ostatecznego sukcesu nowego rozwiązania instytucjonalnego.

Komentarz do recenzji Marka Garbicza

A Comment on Marek Garbicz's Review

*Marek Góra**

Recenzja książki, szczególnie poważna i profesjonalna, taka jak napisana przez Marka Garbicza, cieszy autora tej książki. Czytając recenzję M. Garbicza, dostrzegłem jednak kilka kwestii wymagających wyjaśnienia.

Jedną z głównych tez książki *System emerytalny*, w gruncie rzeczy jej metodologiczną osią, jest zaprzeczenie zasadności stosowania w ekonomii emerytalnej tradycyjnej dychotomii dzielącej uniwersum systemów emerytalnych na systemy repartycyjne i systemy kapitałowe. Pisząc książkę dbałem, aby oba te pojęcia pojawiały się jak najrzadziej i tylko w tych miejscach, gdzie się odnoszę do niedoskonałości tej terminologii lub do literatury przedmiotu. Dlatego oparcie przez M. Garbicza swojej recenzji właśnie na tej dychotomii, czyli zignorowanie mojej propozycji, smuci mnie bardziej, niż gdyby zasadność takiego podejścia została przez niego zakwestionowana.

Przypomnę, o co chodzi. System emerytalny traktuję jako instytucjonalną strukturę umożliwiającą dokonywanie wymiany międzypokoleniowej. Dobry system pozwala na osiągnięcie neutralności tej wymiany z punktu widzenia dobrobytu kolejnych pokoleń. Można to rozłożyć na neutralność: makroekonomiczną (system emerytalny nie ma wpływu na opłacenie czynników produkcji), aktuariálną (nie ma wpływu na indywidualne decyzje dotyczące alokacji dochodu w cyklu życia), społeczną (nie daje możli-

wości uprzywilejowania jednych grup społecznych kosztem innych), psychologiczną (minimalizuje podatkową percepcję składek emerytalnych). Nie ma tu miejsca na dokładne omawianie tych kwestii, poprzestaną więc na przypomnieniu, że nie są one bezpośrednio związane z tym, czy system jest „repartycyjny”, czy „kapitałowy”. Z perspektywy makro, czyli z perspektywy podziału PKB, każdy system jest systemem repartycyjnym: jedynie część PKB służy do opłacenia czynników produkcji użytych do jego wytworzenia, pozostała część jest transferowana do emerytów. Z perspektywy mikro każdy system jest systemem kapitałowym: jego uczestnicy nie otrzymują części swojego dochodu do dyspozycji w okresie aktywności, lecz dopiero po przejściu na emeryturę. W obu wypadkach system może być dobrze lub źle zaprojektowany. Wykorzystanie rynków kapitałowych nie zmienia istoty systemu emerytalnego, ale wymusza rozwiązania bliższe neutralności. Nie jest to jednak jedyna droga do neutralności systemu. Nie jest to również droga pozbawiona negatywnych efektów, o których piszę w książce. Dlatego M. Garbicz myli się, przypisując mi rekomendowanie wprowadzenia tzw. systemu kapitałowego. Fundusze emerytalne są jednym z narzędzi, a nie celem reformy emerytalnej.

Kolejna kwestia dotyczy wypłat z systemu. Tradycyjne systemy emerytalne były (są) przykładami piramidy finansowej, która – jak każda piramida – działa znakomicie do czasu, gdy wyczerpie się możliwość powiększania jej bazy. Ponieważ wiadomo, że taki moment zawsze nastąpi, z góry uznaje się przedsię-

* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Analiz Ekonomicznych, Katedra Ekonomii I.

wzięcia tego typu – o ile są zarządzane przez prywatne podmioty – za przestępstwo. W przypadku powszechnego systemu emerytalnego zakładało się, że podstawa będzie zawsze rosła, co – jak łatwo stwierdzić – okazało się złudzeniem. Zarządzanie systemem przez „państwo” miało dodatkowo chronić społeczeństwo. W przeciwieństwie do prywatnej firmy państwo nie może upaść. To prawda, ale przewrotna: rząd może zawsze podnieść podatki (składki) i dofinansować bankrutującą piramidę. Taka możliwość, szeroko wykorzystywana przez rządy, już się jednak wyczerpała – z czym M. Garbicz zgadza się w swojej recenzji. Dlatego dziwi mnie trochę jego stwierdzenie, że tradycyjne systemy do niedawna działały dobrze. Każda piramida finansowa działa znakomicie – oczywiście póki nie zbankrutuje. *Notabene* sugestia, że tradycyjny system dobrze działał, a o nowym nic jeszcze nie można powiedzieć – gdyby ją potraktować dosłownie – oznaczałaby niemożliwość zrobienia jakiegokolwiek zmiany w systemie, zanim się on faktycznie nie zawali.

System neutralny ma to do siebie, że nie może zbankrutować, ponieważ nie formułuje obietnic wykraczających ponad stwierdzenie, że uczestnicy otrzymają z systemu wartość wpłaconych przez siebie składek zaktualizowaną na dzień wypłaty. Jeśli jedno pokolenie otrzyma jako emeryturę więcej, niż wpłaciło, może się to stać jedynie kosztem obniżenia dobrobytu kolejnego pokolenia. Postulat stałości proporcji podziału PKB, czyli jednakowego traktowania dobrobytu wszystkich pokoleń, stanowi merytoryczną oś mojej książki.

Chciałbym tu odnieść się również do uwagi M. Garbicza dotyczącej wycofania „państwa” z systemu emerytalnego, co słusznie odczytał jako istotne przesłanie książki. Rzeczywiście postulat uniezależnienia systemu od decyzji politycznych jest instytucjonalną osią książki. Uwaga M. Garbicza jest chyba wyrażeniem tęsknoty za czasami, w których „państwo” zarządzające niebankrutowaną jeszcze piramidą finansową dawało poczucie bezpieczeństwa. Te czasy minęły, piramida nie generuje już dochodów, przeciwnie – trzeba spłacać długi, do których doprowadziło sztuczne podtrzymywanie jej wypłacalności. M. Garbicz sam przyznaje, że nie ma innej możliwości niż podniesienie składek albo obniżenie świadczeń (ewentualnie kombinacja obu tych działań); przyznaje również, że w praktyce możliwość podnoszenia składek już nie istnieje. Wynika z tego, że obecność „państwa” w systemie emerytalnym nie przynosi ekonomicznego pożytku. Politycy nie mogą więc pomóc, mogą natomiast zaszkodzić. To drugie wynika z niespójności czasowej ich horyzontu działania (do najbliższych wyborów) i horyzontu, w jakim system emerytalny ma dostarczyć dochodu swoim uczestnikom.

W ogóle warto pamiętać, że istnienie „państwa” jako fundatora jest złudzeniem. Za wszystko musimy

zapłacić sami. W systemie emerytalnym możliwe są cztery sytuacje: (1) niskie obciążenie i niskie emerytury, (2) niskie obciążenie i wysokie emerytury, (3) wysokie obciążenie i niskie emerytury oraz (4) wysokie obciążenie i wysokie emerytury. Politycy chętnie obiecują, a co gorsza próbują realizować wariant (2). Jest on z oczywistych powodów nieosiągalny. Próba jego osiągnięcia prędzej czy później kończy się wpadnięciem w wariant (3). Jest to cena złudzeń, która będzie tym wyższa, im dłużej będą one podtrzymywane. Normalne działanie systemu emerytalnego jest możliwe jedynie w wariantach (1) i (4). Oba są równie możliwe do realizacji, przy czym wariant (1) jest bezpieczniejszy, ponieważ można – o ile zajdzie taka potrzeba – zastąpić go wariantem (4). Droga w drugą stronę jest o wiele trudniejsza.

Emerytury mogą być wyrażone w wartościach absolutnych (w złotych) lub w relacji do płac (tzw. stopa zastąpienia). Ten drugi sposób jest częściej stosowany, ale należy pamiętać, że może wprowadzać w błąd. Wysoka relacja emerytur do płac może oznaczać niskie emerytury. Ważne, od czego ta stopa jest liczona. Należy pamiętać, że w powszechnym systemie jej wartość zależy jedynie od proporcji emerytów do pracujących i od skali obciążenia tych ostatnich kosztem wypłaty emerytur. Żaden system emerytalny nie może tego zmienić. Może on natomiast sprzyjać wzrostowi gospodarczemu, a tym samym zwiększać absolutną wartość emerytur, lub spowalniać wzrost, a przez to prowadzić do ubóstwa relatywnie bogatych (wysokie stopy zastąpienia) emerytów.

Warto także uświadomić sobie, że w kraju takim jak Polska, czyli wyraźnie mniej zamożnym od bogatych krajów „starej” Unii (UE-15), należy pamiętać o jeszcze jednej możliwej mierze wysokości emerytur. Jest nią ich stosunek do emerytur wypłacanych w bogatszych krajach. Ta relacja może się zmieniać na korzyść Polski na skutek odciążenia pracujących możliwego dzięki nowemu systemowi emerytalnemu. Według projekcji Komisji Europejskiej (European Commission 2006) Polska – dzięki wprowadzeniu nowego systemu emerytalnego – będzie jedynym krajem UE, który może liczyć na istotny spadek wydatków emerytalnych. Większość innych krajów UE będzie wydawać więcej, w niektórych krajach dużo więcej niż obecnie, co będzie istotnie spowalniać ich długookresowy wzrost gospodarczy.

Recenzja M. Garbicza odnosi się również do problematyki efektów zewnętrznych, które system emerytalny może powodować w zależności od jego konstrukcji. Pamiętając, że jest to dodatek do głównego celu systemu emerytalnego, jakim jest zapewnienie uczestnikom skutecznej metody alokacji dochodu w cyklu życia, warto poświęcić kilka słów również tej sprawie. Zaczniemy od negatywnego efektu zewnętrznego, jakim jest podatkowe postrzeganie składek eme-

rytalnych. Czy istnieje możliwość zmniejszenia tego efektu bez zmniejszania samej składki? M. Garbicz wątpi w to. Rozumiem jego sceptycyzm, ale istnieje jednak różnica między składką-podatkiem socjalnym, a składką, której wpłacenie – nawet, jeśli nie w pełni dobrowolne – tworzy zobowiązanie systemu emerytalnego. Różnica ta jest tym większa, im bardziej zinternalizowane przez uczestników systemu są zasady jego działania. Oba typy indywidualnych kont emerytalnych, które tworzą nowy system emerytalny w Polsce (w Szwecji system jest bliźniaczo podobny), umożliwiają świadomą alokację indywidualnego dochodu w cyklu życia. Negatywny efekt zewnętrzny istnienia powszechnego (obowiązkowego) systemu emerytalnego jest w ten sposób minimalizowany.

W Polsce (także w Szwecji) składki emerytalne dzielone są między dwa typy indywidualnych kont emerytalnych. Środki przepływające przez te konta tworzą na nich zobowiązania, po czym są wydawane. Te przepływające przez konto nr 1 wydawane są w sposób, który z ekonomicznego punktu widzenia jest tożsamy z zakupem obligacji rządowych przynoszących stopę zwrotu równą tempu wzrostu PKB (w praktyce skorelowaną z nim). System samoczynnie dostosowuje się do zmian demograficznych i gospodarczych, ale jednocześnie nie tworzy pozytywnych efektów zewnętrznych. Efekty takie mogą, choć nie muszą, powstać w drugiej części systemu. Środki przepływające przez konto nr 2 wydawane są na zakup rynkowych instrumentów finansowych, co przyczynia się do rozwoju rynków finansowych i może również przyczyniać się do zwiększenia oszczędności w gospodarce. W to drugie M. Garbicz wątpi. Ma do tego dobre podstawy w literaturze przedmiotu, która jednak łagodzi te wątpliwości, stwierdzając, że ten wzrost może nastąpić, ale pod warunkiem że wpro-

wadzając takie rozwiązanie, rząd zmniejsza równocześnie swoje wydatki.

M. Garbicz porusza także sprawę kosztów funkcjonowania Powszechnych Towarzystw Emerytalnych, czyli prywatnych instytucji zarządzających częścią powszechnego systemu emerytalnego. Nie dyskutuję tu, czy koszty te są wysokie, czy nie. Ważniejsze jest to, że koszty te są jawne. Funkcjonowanie Zakładu Ubezpieczeń Społecznych, włączonego w obsługę systemu emerytalnego, jest także kosztowne – tyle że mało kto to dostrzega. Konto nr 1 ZUS obsługuje „za darmo”. Znaczy to tyle, że koszty te płacimy za pośrednictwem podatków. Nie wiemy, ile płacimy za tę konkretną usługę, co z kolei znaczy, że nie mamy możliwości wywierania nacisku na obniżenie kosztu. Warto dostrzec, że koszty ponoszone na rzecz PTE bardzo obniżyły się od 1999 r.

Na koniec dodam pewne wyjaśnienie, które nie jest bezpośrednio związane z recenzją M. Garbicza, lecz jest ważne dla zrozumienia zmiany instytucjonalnej, która została wprowadzona w zakresie obsługi systemu emerytalnego. Otóż obsługa ta została jasno oddzielona od samego systemu (system to dwa typy indywidualnych kont emerytalnych). ZUS wprawdzie pozostał tą samą instytucją co wcześniej, jednak realizuje inne zadanie. W ramach nowego systemu emerytalnego, poza poborem składek, ZUS jest specyficznym rodzajem PTE niewykorzystującym rynków finansowych. Funkcjonowanie zarządzanej przez ZUS części systemu nie zmieniłoby się, gdyby ZUS był instytucją prywatną. Zarówno prywatne PTE, jak i publiczny obecnie ZUS wykonują zadania dotyczące obsługi powszechnego systemu emerytalnego, który w wyniku reformy został zindywidualizowany, a nie sprywatyzowany. Prywatyzacja dotyczyła zarządzania systemem w tej jego części (na razie), która wykorzystuje rynki finansowe.

Bibliografia

European Commission (2006), *The Long-Term Sustainability of Public Finances in the European Union*, "European Economy", No. 4 (http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2006/ee0406sustainability_en.htm).

Andrzej Sławiński, *Rynki finansowe*

Review of the book by Andrzej Sławiński, *Financial Markets*

Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006

*rec. Krzysztof Jajuga**

W ostatnich latach w polskiej literaturze ekonomicznej ukazała się pewna liczba książek dotyczących rynku finansowego. Teoria rynku finansowego to co najmniej od kilkunastu lat najszybciej rozwijająca się dziedzina nauk ekonomicznych. Jej osiągnięcia są w pewnym stopniu stymulowane przez potrzeby praktyczne, wynikające z dynamicznego rozwoju rynków finansowych, nie tylko w krajach rozwiniętych, ale również w krajach „wschodzących”, do których Polska ciągle jeszcze należy.

Opiniowana książka *Rynki finansowe* to właśnie monografia poświęcona rynkom finansowym. Jej autorem jest znany specjalista z tego zakresu, Andrzej Sławiński. Głównym obszarem Jego zainteresowań jest właśnie problematyka przepływów pieniężnych na rynku finansowym. Dobrze się zatem stało, że A. Sławiński podjął się napisania pracy na temat rynku finansowego.

Jak wskazuje Autor, książka „jest podręcznikiem wprowadzającym w problematykę rynków finansowych” (s. 9). Jest to z pewnością dość trafna charakterystyka tej pracy, myślę jednak, że nie jest ona tylko podręcznikiem. Jest to na pewno książka monograficzna, której pewne fragmenty mają charakter bardzo autorski i mogą być traktowane jako elementy eseju na temat rynków finansowych.

Książka składa się z dziesięciu rozdziałów, które w sposób naturalny mogą być podzielone na dwie,

właściwie niezależne części. Pierwsza część, zawierająca rozdziały 1–5, prezentuje bardzo syntetyczne omówienie podstawowej problematyki rynku finansowego. Druga część, rozdziały 6–10, to autorskie przedstawienie pewnych nieco bardziej złożonych problemów związanych z funkcjonowaniem rynku finansowego, w tym związków rynku finansowego z gospodarką. Warto krótko przybliżyć problematykę poszczególnych rozdziałów.

Rozdział pierwszy nosi taki sam tytuł jak cała książka i jest to niewątpliwie drobne niedociągnięcie. Autor w tym rozdziale koncentruje się na funkcjach, segmentach i uczestnikach rynku finansowego, jak również – szkoda, że tak skrótowo – na pewnych kierunkach rozwoju rynków finansowych. Kolejne cztery rozdziały zawierają bardzo syntetyczne omówienie standardowych problemów, którymi są: wycena instrumentów finansowych, ryzyko rynków finansowych, instrumenty pochodne oraz zarządzanie portfelem instrumentów finansowych.

W drugim rozdziale szczególnie cenny jest punkt 2.3.2, zawierający uwagi na temat kształtowania się cen na rynkach finansowych. Szkoda, że Autor nie rozwinął nieco bardziej tej problematyki, bo jest to podstawowy problem dla inwestorów. Wokół tego problemu narosło wiele nieporozumień. Niestety sporo jest jeszcze publikacji osób, które stosunkowo mało wiedzą o rynku finansowym, a usiłują argumentować, że „odkryli” model kształtowania się cen akcji na rynku. Do takich publikacji należy zaliczyć między innymi te napisane przez „ekonofizyków”. Uwagi

* Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu, Wydział Zarządzania i Informatyki, Instytut Zarządzania Finansami.

Autora są na pewno dobrym punktem wyjścia do dyskusji na ten temat.

Kolejne trzy rozdziały dotyczą trzech głównych tematów związanych z ryzykiem rynku finansowego. Szczególnie ciekawe są rozważania dotyczące funduszy typu *hedge*, inaczej: hedgingowych. Osobiście uważam, że termin stosowany przez Autora w odniesieniu do tych funduszy – zabezpieczone – nie przyjął się i proponuję pozostać przy angielskim zwrocie. Pewną wadą tych trzech rozdziałów jest ich duża skrótowość, co wynika z faktu, że Autor chciał omówić na stosunkowo niewielu stronach fundamentalne i obszerne problemy rynków finansowych. Na przykład w moim przekonaniu opis popularnego FRA (*Forward Rate Agreement*) jest zbyt skrótowy.

Druga część książki, jak wskazywałem, ma nieco inny charakter, gdyż Autor zdecydował się omówić, pewne, moim zdaniem decydujące dla zrozumienia rynków finansowych, zagadnienia. Są nimi – w kolejności rozdziałów – wahania koniunktury, polityka pieniężna, czynniki wpływające na stopy procentowe i kursy walutowe, psychologia rynków finansowych oraz kryzysy finansowe. W zasadzie każdy z tych problemów to wielka zagadka rynków finansowych.

Rozdział szósty dotyczy wahań koniunktury. Od dawna teoretycy i praktycy finansów toczą debatę na temat związków między cyklem koniunkturalnym a cyklem rynku finansowego (przede wszystkim rynku akcji). Wydaje się, że zaczyna jednak dominować pogląd, iż wskaźniki koniunktury na rynku akcji są wyprzedzające (co najmniej kilka miesięcy) w stosunku do wskaźników cyklu koniunkturalnego w gospodarce. A. Sławiński bardzo syntetycznie, ale trafnie, przedstawia teorie dotyczące wahań koniunkturalnych, odwołując się do rozważań wybitnych ekonomistów, również laureatów Nagrody Nobla. Ponadto wskazuje (rysunek 6.1 i rozważania z nim związane) na związki między wahaniami koniunkturalnymi a cenami akcji na rynku.

Rozdział siódmy dotyczy polityki pieniężnej. Od dawna jest jasne, że może ona mieć wpływ na rynek akcji. Bardzo cenny jest historyczny przegląd strategii stosowanych w polityce pieniężnej, który Autor przedstawia w tym rozdziale. Ponadto zamieszcza wiele istotnych uwag, które w pewnym stopniu wynikają z Jego doświadczeń praktycznych.

Rozdział ósmy zawiera dyskusję na temat czynników wpływających na stopę procentową i kurs walutowy. Stopa procentowa to na pewno najbardziej podstawowa kategoria finansów, a kurs walutowy jest jedną z najtrudniejszych, aczkolwiek również podstawowych kategorii finansów. Autor przekazuje nam wiele konkluzji dotyczących obu pojęć. Część z nich wynika z teorii, część zaś to rezultat przemyśleń Autora. Trochę zabrakło mi w tym rozdziale syntetycznych konkluzji dotyczących wzajemnych powiązań

tych dwóch kategorii oraz ich związków z innymi charakterystykami. Nie jest to proste zadanie, ale sądzę, że byłby to dobry materiał edukacyjny.

Kolejny rozdział dotyczy elementów psychologicznych rynków finansowych. Nikt już dziś nie kwestionuje praktycznej istotności ujęcia psychologicznego na rynkach finansowych. Warto dodać, że od czasu słynnego artykułu Kahnemana i Tversky'ego (1979) na temat teorii perspektywy powstało tysiące artykułów, zaliczanych do działu finansów behawioralnych. Jak się wydaje, do kanonu wiedzy każdego inwestora oprócz takich metod „racjonalnych” finansów, jak metody teorii portfela czy metody wyceny instrumentów finansowych, należy zaliczyć podstawowe obciążenia psychologiczne wpływające na decyzje inwestorów. Moim zdaniem, takim głównym obciążeniem jest przesadne zaufanie do własnych umiejętności. To obciążenie, a także kilka innych, zostało bardzo dobrze omówione przez A. Sławińskiego.

Ostatni rozdział dotyczy kryzysów finansowych. Autor jest znanym specjalistą z tej dziedziny, autorem kilku publikacji. W tym rozdziale syntetycznie przedstawia anatomię kryzysu finansowego, w podziale na kryzys na rynku kapitałowym, kryzys bankowy i kryzys walutowy. Szczególnie cenna jest diagnoza bąbla spekulacyjnego (w tym rysunek 10.1), który często poprzedza kryzys na rynku kapitałowym lub kryzys walutowy. Podstawowa diagnoza dotycząca kryzysów, którą A. Sławiński formułuje w zakończeniu, jest następująca: „wszystkie bywały efektem nadmiernej ekspansji, która kończyła się załamaniem” (s. 196). To jeszcze raz sygnał, że na rynku finansowym w długim okresie potrzebna jest stabilność.

Bardzo dużą zaletą książki jest spora liczba drobnych przykładów, pochodzących z praktyki rynków finansowych. Przykłady te bardzo trafnie uzupełniają omawiane kwestie i przydają „koloru” rozważaniom.

Książka A. Sławińskiego zawiera wiele trafnych autorskich przemyśleń. Jest to dla mnie przykład monografii, której autor ma dużą wiedzę na temat trudnych problemów i chce się tą wiedzą podzielić z czytelnikiem. Coraz więcej osób wie, że sukces na rynku finansowym w dużym stopniu zależy od posiadanej wiedzy i nie ma drogi „na skrót”.

Jak już wskazywałem, książka jest pomyślana jako podręcznik, jednak w pewnych miejscach jest to podręcznik dla zaawansowanego studenta, dla którego rozważania Autora będą rozszerzeniem standardowego materiału omawianego na wykładach.

Obowiązkiem recenzenta jest identyfikacja słabych stron książki. Jest to oczywiście kwestia subiektywna, a w przypadku książki A. Sławińskiego zadanie niełatwe. Jednak podejmę taką próbę. W moim przekonaniu pewnym niedostatkiem pracy jest to, że z racji ograniczonej objętości Autor potraktował wie-

le problemów syntetycznie. Powoduje to, że na pewno nie jest to książka dla początkującego adepta rynków finansowych. Sądzę, że byłoby ze wszech miar pożądane napisanie przez Autora kolejnej książki, do

czego bardzo Go zachęcam. W książce tej można byłoby pominąć całą pierwszą część, a rozwinąć rozważania drugiej części, które są najważniejsze dla lepszego zrozumienia działania rynków finansowych.

Bibliografia

Kahneman D., Tversky A. (1979), *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, "Econometrica", Vol. 47, No. 2, s. 263–292.

Tomasz Kowalak, *Integracja rynków kapitałowych w Unii Europejskiej*

Review of the book by Tomasz Kowalak, *Capital Market Integration in the European Union*

Wydawnictwo Twigger, Warszawa 2006

*Gabriela Łukasik**

Postępująca integracja gospodarcza w ramach Unii Europejskiej wymaga równoczesnej ponadnarodowej integracji rynków finansowych, w tym również rynków kapitałowych, pozwalających na wzrost ich stabilności i przejrzystość realizowanych transakcji. Inicjatywy na rzecz integracji rynków UE nie są nowym zagadnieniem. Podejmowane były już w latach 90. ubiegłego wieku, w których starano się wprowadzić wiele zmian regulacyjnych, pozwalających nie tylko zreformować, ale i bardziej powiązać rynki finansowe w UE.

Problemy te wzbudzają coraz większe zainteresowanie teoretyków i praktyków gospodarczych. Rozwój rynku kapitałowego, wchodzenie polskich podmiotów gospodarczych i instytucji finansowych na rynki międzynarodowe jest już procesem nieodwracalnym. Na rynku wydawniczym nie ma jednak publikacji, które w sposób wieloaspektowy i kompleksowy, a równocześnie zrozumiałe i przystępny prezentowałyby niełatwe zagadnienia funkcjonowania rynków kapitałowych w UE.

Publikacja Tomasza Kowalaka wychodzi naprzeciw oczekiwaniom tych wszystkich, których interesują procesy integracji rynków UE, wnosząc wiele nowych treści w tym zakresie. Bogactwo analiz, szeroki materiał faktograficzny, rzetelna ocena piśmiennictwa (256 pozycji), głównie obcojęzycznego, oraz wielu aktów normatywnych z omawianej dziedziny pozwalają rekomendować książkę jako cenną i wartościową po-

zycję, która powinna zainteresować nie tylko teoretyków i praktyków, ale również studentów uczelni ekonomicznych.

Duży wysiłek Autora w zebranie literatury, jej uporządkowanie, a także własne oceny i bardzo starannie udokumentowane analizy zasługują na szczególne uznanie i wyróżnienie. W recenzowanej książce uwzględniono wiele ważnych normatywnych regulacji z zakresu rynku kapitałowego zarówno o charakterze ogólnym, jak i narodowym.

Podstawą wielopłaszczyznowych rozważań w pracy jest koncepcja zintegrowanego rynku kapitałowego. Trudno nie zgodzić się z przyjętą przez Autora koncepcją, zgodnie z którą wyróżnikami zintegrowanego rynku kapitałowego są: swoboda dokonywania transakcji na rynku, swobodne świadczenie usług finansowych przez pośredników na obszarze całej UE, swoboda inwestowania oraz pozyskiwania kapitału (bez dodatkowych warunków i ograniczeń). Może to stworzyć szanse wyboru konkurencyjnych źródeł finansowania, uzyskania wartości kapitału przekraczającego możliwości lokalnych rynków oraz dywersyfikacji kierunków alokacji kapitału.

Autor przeanalizował, czy i w jakim stopniu spełnione są warunki prawidłowego funkcjonowania zintegrowanego rynku w ramach jednolitego rynku europejskiego, opierając się na ocenach i badaniach 15 państw członków UE przed jej rozszerzeniem (1 maja 2004 r.) skoncentrował się głównie na rynkach akcji, co jest uzasadnione dominującą rolą tych instrumentów na rynku kapitałowym. Interesujące jednak były-

* Akademia Ekonomiczna w Katowicach, Wydział Finansów i Ubezpieczeń, Katedra Finansów.

by również oceny pożyczkowych papierów wartościowych (głównie obligacji). Należy przypuszczać, że kontynuując badania Autor uwzględni również te elementy. Procesy integracji rynków kapitałowych nie są bowiem zamknięte, ich ciągłe doskonalenie, rozwój rynku będą stwarzać nowe problemy wymagające szerszych badań i ocen. Należy podkreślić konsekwencję Autora w prezentacji problemów integracji od zagadnień najbardziej ogólnych do bardziej szczegółowych analiz i ocen. Sprawia to, że rozważania są niezwykle spójne, konsekwentne i bardzo dobrze przemyślane.

Praca obejmuje pięć rozdziałów prezentujących w sposób wieloaspektowy złożone problemy rynków kapitałowych. Wskazuje nie tylko podstawy i przesłanki ich integracji, ale też zawiera ocenę swobody realizacji transakcji finansowych i głównych barier w tym zakresie.

Rozdział pierwszy ma charakter wprowadzający; przedstawia główne pojęcia, cele i rodzaje integracji gospodarczej, które stanowiły punkt wyjścia do analizy procesów integracji w obrębie rynków kapitałowych. Autor rzetelnie identyfikuje procesy integracji, akcentując rolę państwa w tym zakresie i polityczne motywy integracji. Rozważania te prowadzą do prezentacji różnych form i etapów integracji. Godne podkreślenia są wyróżnione cele integracji gospodarczej z uwzględnieniem celów ekonomicznych i politycznych. Każdy z nich jest szerzej prezentowany i uzasadniony.

Procesy integracji gospodarczej, ich cele, przesłanki i warunki realizacji prowadzą Autora do szerszych rozważań na temat integracji rynków kapitałowych. Autor zwraca uwagę, że procesy integracji można rozpatrywać w dwóch aspektach, wyróżniając:

1) jednolite zasady wyceny instrumentów finansowych, niezależnie od miejsca dokonywania obrotu, jednak przy założeniu jednorodnych aktywów (tzw. prawo jednej ceny),

2) równe szanse uczestników rynku – jednolite zasady i warunki realizacji transakcji rynkowych w tym jednakowe ryzyko.

To drugie podejście jest główną płaszczyzną dalszych rozważań. Powstaje równocześnie pytanie, czy i w jaki sposób można mierzyć stopień integracji rynków kapitałowych. Autor poszukuje skutecznych metod oceny, prezentując główne miary w tym zakresie, uwzględniające różne postawy uczestników rynku, obszary oceny, różny zakres ich zastosowania oraz ich główne wady i zalety.

Autor ma świadomość, że procesom integracji nie towarzyszą wyłącznie szanse, ale i koszty (zagrożenia), nierzadko decydujące o ograniczeniach skuteczności polityki inwestycyjnej, polityki pieniężnej, presji inflacyjnej, a nawet o kryzysie systemu finansowego. Interesujące są analizy i oceny dotyczące przesła-

nek integracji rynków kapitałowych. Autor wyróżnia w tym zakresie procesy liberalizacji i deregulacji rynków finansowych, rozwój nowoczesnych technologii, skalę obrotów w handlu międzynarodowym oraz bezpośrednio zaangażowanie państwa w procesy integracji. Rozważania na ten temat szeroko uzasadnia i uzupełnia konkretnymi analizami i ocenami, potwierdzającymi ich rolę w łączeniu się rynków.

Rozdział drugi dotyczy podstaw, założeń i zasad funkcjonowania jednolitego rynku europejskiego, różnych koncepcji w tym zakresie, prezentowanych m.in. na tle ewolucji poglądów począwszy od końca drugiej wojny światowej (z uwzględnieniem m.in. idei integracji podjętej przez Jeana Monneta czy planu Schumana). Rozważania na temat rozwoju koncepcji jednolitego rynku europejskiego prowadzą do wyróżnienia jego fundamentów: swobody przepływu kapitału, usług, towarów i osób. Każda z wyróżnionych podstaw integracji jest szczegółowo zaprezentowana i uzasadniona. Autor zadbał o precyzyjne definiowanie podstawowych pojęć, sięgając nie tylko do klasycznych publikacji, ale i odpowiednich ustaleń normatywnych (np. Traktaty Rzymskie, dyrektywy Wspólnoty Europejskiej). Zauważył, że procesy integracji rynków kapitałowych w ramach jednolitego rynku europejskiego nie zawsze były dostatecznie docenione. Koncentrowano się głównie na roli sektora ubezpieczeniowego i bankowego.

Przyjęcie założeń zintegrowanego rynku kapitałowego wymagało ustalenia jego szczegółowej koncepcji z wyróżnieniem głównych warunków prawidłowego funkcjonowania, zapewniającego pełną swobodę świadczenia usług finansowych, pozyskiwania i alokacji kapitału. Autor szczegółowo analizuje i ocenia warunki zapewnienia swobód zintegrowanego rynku kapitałowego, wskazując również na bariery w tym zakresie. Dotyczą one nie tylko ograniczeń dostępu do infrastruktury rynku kapitałowego, kosztów prowadzonych rozliczeń i rozrachunków, ale i barier ochrony inwestorów czy rozwiązań podatkowych.

Te ostatnie są szczególnie ważne z punktu widzenia warunków inwestowania za granicą i transgranicznego świadczenia usług finansowych. Dotyczy to np. opodatkowania dochodów kapitałowych, zróżnicowania stawek podatkowych, zasad rozliczania i poboru podatków, ryzyka wystąpienia podwójnego opodatkowania. Niezależnie od tego autor zwraca uwagę na bariery wynikające z dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu oraz ze zróżnicowanych obowiązków informacyjnych, z jednej strony pozwalających inwestorom ocenić np. poziom ryzyka dokonywanych transakcji, jednak z drugiej ograniczających emitentom swobodę pozyskania kapitału.

Rozdział trzeci poświęcono rynkom akcji w UE. Ten segment rynku finansowego w przyszłości może być konkurencyjny wobec sektora bankowego w pozy-

skiwaniu kapitału przez przedsiębiorstwa. Wiąże się to głównie ze zmianą struktury inwestorów na rynku, wzrostem roli inwestorów instytucjonalnych lokujących kapitał w akcje spółek. Autor zwraca uwagę, że w UE tradycyjnie najważniejszym miejscem obrotu akcjami jest rynek giełdowy. W przeciwieństwie do Stanów Zjednoczonych nie udało się stworzyć silnego rynku pozagiełdowego (na wzór amerykańskiego NASDAQ). W recenzowanej pracy szeroko przedstawiono prawne otoczenie rynków akcji z wyróżnieniem zakresu regulacji normatywnych, organizacji nadzoru oraz głównych elementów infrastruktury. Wszystkie poruszone problemy zostały bardzo starannie udokumentowane, poparte szerokimi studiami literatury i podstawowych aktów normatywnych w tym zakresie. Autor dużo miejsca poświęcił problemom organizacji giełd europejskich, instytucji rozliczeniowych, roli emitentów i inwestorów, w tym gospodarstw domowych jako indywidualnych inwestorów na rynku akcji. Rozdział kończy się oceną podstawowych czynników decydujących o rozwoju rynku akcji w UE. Autor słusznie zwraca uwagę na związek pomiędzy podstawowymi parametrami makroekonomicznymi, opłacalnością lokat inwestycyjnych na rynku akcji, zmianami prawno-organizacyjnymi a stopniem rozwoju tego segmentu rynku. Nie bez znaczenia są również zmiany preferencji lokowania oszczędności, wzrost kultury inwestowania oraz zmiany demograficzne, decydujące o starzeniu się społeczeństwa europejskiego.

Ogólną charakterystykę procesów integracji na rynku akcji uzupełniono w rozdziale czwartym szerszą prezentacją założeń zintegrowanego rynku kapitałowego w UE. Autor, co prawda opiera się na wynikach badań przeprowadzonych w krajach UE, ale ich interesująca synteza przedstawiona w tablicach pozwala na zapoznanie się z przedmiotem badań, ich rezultatami i wzajemnymi powiązaniem. Autor zauważa znaczne zróżnicowanie poziomu integracji rynku oraz wzrost znaczenia czynników ponadnarodowych w kształtowaniu się cen akcji i stóp zwrotu, kosztem czynników o charakterze krajowym.

Zgodnie z przyjętymi założeniami dotyczącymi oceny stopnia integracji rynku akcji w recenzowanej pracy przeanalizowano poziom swobody w zakresie świadczenia usług finansowych, inwestowania i pozyskiwania kapitału. Autor wiele uwagi poświęcił ocenie rozwiązań podatkowych zarówno w zakresie działalności pośrednictwa finansowego, jak i opodatkowania dochodów kapitałowych. Podkreślił duże zróżnicowanie stawek po-

datkowych i sposobów naliczania podatków (np. wyróżnił pięć systemów opodatkowania dywidend).

W zakresie swobody inwestowania T. Kowalak zwrócił uwagę na zróżnicowanie:

- kosztów i mechanizmów realizacji transakcji transgranicznych,
- regulacji dotyczących zasad i zakresu ochrony inwestorów (zarówno profesjonalnych, jak i indywidualnych),
- infrastruktury rynkowej.

W zakresie swobody pozyskiwania kapitału Autor dokonał szczegółowej oceny wspólnotowych przepisów dotyczących publicznej oferty akcji w sytuacji, gdy emitent proponuje papiery wartościowe zagranicznym inwestorom na rynkach macierzystych. Zwrócił również uwagę na zasady sporządzania sprawozdań oraz obowiązki informacyjne spółek.

Oceny cząstkowe w wyróżnionych obszarach pozwoliły na syntetyczną ocenę stopnia zintegrowania rynku akcji według przyjętego systemu punktowego. Wyniki ocen pozwoliły sformułować wnioski o ograniczonym zakresie swobody inwestowania na zintegrowanym rynku kapitałowym.

Wobec wielu przekonujących argumentów trudno nie zgodzić się z oceną Autora, że rynków kapitałowych w UE nie można uznać za w pełni zintegrowane. W piątym rozdziale Autor wskazuje na główne bariery integracji rynków kapitałowych, decydujące o tym, że pomimo wielu pozytywnych działań nie zapewniono powstania zintegrowanego rynku kapitałowego w UE.

Bariery te polegają na ograniczeniach prawnych i politycznych, jak też organizacyjnych oraz ekonomicznych (np. brak warunków do pełnego rozwoju konkurencji na rynkach kapitałowych). Autor nie ograniczył się jedynie do wskazania barier, ale spróbował również określić możliwości ich ograniczenia, a nawet wyeliminowania, traktując to jako ważne wyzwanie dla wszystkich uczestników rynku kapitałowego.

T. Kowalak podkreślił znaczenie i rolę jednolitego rynku walutowego, wprowadzenia wspólnej waluty (euro), eliminacji ryzyka kursowego dla integracji rynków kapitałowych. Słuszne jest stwierdzenie, że „...stworzenie silnego i konkurencyjnego rynku europejskiego pozwoli zatrzymać możliwy odpływ inwestorów i emitentów, jak też przyciągnąć nowych spoza Unii Europejskiej” (s. 324). Ocena, czy tak się stanie, wymaga jednak prowadzenia dalszych analiz. Niewątpliwie praca T. Kowalaka jest cenną pozycją, która może stać się podstawą do takich badań i ocen.