

## Małgorzata Iwanicz-Drozdowska, Władysław L. Jaworski, Zofia Zawadzka, *Bankowość. Zagadnienia podstawowe\**

Review of the book edited by Małgorzata Iwanicz-Drozdowska, Władysław L. Jaworski and Zofia Zawadzka, *Banking. Fundamental Problems*

Poltext, Warszawa 2006

*Krzysztof Jackowicz\*\**

Rynek dostępnych w naszym kraju podręczników bankowości, zarówno napisanych w języku polskim, jak i obcojęzycznych, jest obecnie już dość bogaty. Dzięki opublikowaniu przez Poltext w 2006 r. zaktualizowanej wersji książki *Bankowość. Zagadnienia podstawowe*, autorstwa Małgorzaty Iwanicz-Drozdowskiej, Władysława L. Jaworskiego i Zofii Zawadzkiej, wzbogacił się jednak o ważną i nowoczesną pozycję. Jej recenzję podzieliłem na 5 części. W pierwszej kolejności postaram się ogólnie scharakteryzować ocenianą książkę. Następnie przedstawię jej konstrukcję i zawartość merytoryczną. Umożliwi mi to sformułowanie w częściach trzeciej i czwartej pewnych uwag natury polemicznej oraz propozycji uzupełnień kolejnego wydania, które – nie wątpię – że nastąpi. Recenzję zamknę krótkim podsumowaniem najważniejszych ustaleń.

### 1. Ogólna charakterystyka książki

Autorzy podręczników stoją przed koniecznością dokonania niezwykle brzemiennych w skutki wyborów na dwóch płaszczyznach. Z jednej strony muszą bowiem wyselekcjonować podstawowe dla danej dyscypliny zagadnienia, z drugiej zaś zdecydować, w jakiej mierze ich prace mają służyć przekazywaniu wiedzy,

a w jakim stopniu kształtowaniu konkretnych umiejętności czytelników.

Wybór podstawowych problemów do omówienia jest szczególnie trudny z dwóch powodów. Po pierwsze konieczne jest rozstrzygnięcie, czy rozumiemy przez nie zagadnienia wprowadzające, nieskomplikowane, niewymagające od czytelnika dużego przygotowania, czy też zagadnienia merytorycznie najważniejsze, niezależnie od ich stopnia trudności. Po drugie zestaw problemów, które możemy określić mianem podstawowych, ewoluuje w czasie. W sferze finansów zmiany relatywnego znaczenia poszczególnych zagadnień są bardzo wyraźne od kilkunastu lat. Sposób, w jaki Autorzy recenzowanej książki rozstrzygnęli zarysowane dylematy, jest, w mojej ocenie, jednym z jej największych atutów. Podążają bowiem trudniejszą z możliwych ścieżek. Prezentują szeroko zagadnienia, które ostatnio zyskały na znaczeniu (np. modyfikacje architektury bezpieczeństwa finansowego wynikające z wdrożenia Nowej Umowy Kapitałowej i zmiany metody sprawowania nadzoru nad działalnością bankową). Nie stronią też od omawiania zagadnień trudnych, takich jak identyfikacja i pomiar ryzyka operacyjnego oraz zarządzanie rynkowymi rodzajami ryzyka i ryzykiem kredytowym za pomocą odpowiednich instrumentów pochodnych. W rezultacie otrzymujemy książkę, w której aktualizacja nie ma

\* W następnym numerze planujemy umieszczenie odpowiedzi na recenzję, autorstwa Władysława L. Jaworskiego (red.).

\*\* Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania im. L. Koźmińskiego w Warszawie, Katedra Finansów, e-mail: Krzysztof.Jackowicz@neostrada.pl.

charakteru powierzchownego, lecz głęboko merytoryczny. W odniesieniu do dokonanej selekcji podstawowych problemów współczesnej bankowości można, w moim przekonaniu, sformułować tylko jedno poważniejsze zastrzeżenie. Otóż wyraźnie odczuwalny jest brak pełniejszego omówienia konstrukcji dynamicznie rozwijających się w drugiej połowie lat 90. XX w. i w obecnym stuleciu modeli pomiaru indywidualnego ryzyka kredytowego (np. CreditGrades, MKMV CreditMonitor) oraz portfelowego ryzyka kredytowego (np. MKMV PortfolioManager, CreditMetrics). Znajomość zasad obliczania miar typu „oczekiwane prawdopodobieństwo niewypłacalności” oraz rozwiązań proponowanych w zakresie agregacji zagrożeń indywidualnych jest dziś, w mojej opinii, ważnym elementem wykształcenia bankowców.

O rozłożeniu akcentów w zakresie przekazywania wiedzy i kształtowania umiejętności świadczy przede wszystkim liczba prezentowanych w podręczniku algorytmów postępowania, rozważonych studiów przypadków, rozwiązanych zadań i zaoferowanych czytelnikom problemów przeznaczonych do samodzielnej analizy. Spoglądając z tej perspektywy na recenzowaną pracę, należy stwierdzić, że jest ona wyraźnie i konsekwentnie zorientowana na uzupełnianie, poszerzanie i systematyzowanie wiedzy czytelników. Wyliczone powyżej narzędzia kształtowania umiejętności pojawiają się w niej bowiem sporadycznie. Domyślam się, że taki wybór wynika z praktycznych ograniczeń objętości książki oraz założenia, że kształtowaniu umiejętności powinny służyć głównie podręczniki o węższym przedmiocie zainteresowania.

## 2. Konstrukcja i zawartość merytoryczna książki

Książka jest skierowana do szerokiego grona odbiorców: słuchaczy studiów I i II stopnia oraz praktyków. Aby wyjść naprzeciw ich oczekiwaniom, Autorzy omawiają imponująco obszerny i zróżnicowany zestaw zagadnień, nadając im przejrzystą, logiczną i funkcjonalną strukturę formalną. Punktem wyjścia rozumowania Autorów jest zawarta w I części podręcznika analiza wpływu systemu bankowego i zachodzących w nim przemian na funkcjonowanie różnych typów organizacji bankowych. Pozwala to we właściwym kontekście w części II przedstawić operacje podejmowane przez banki zarówno uniwersalne, jak też dobrowolnie lub na mocy prawa wyspecjalizowane. Część III przynosi najważniejsze informacje związane z wewnętrznymi procesami zarządzania w banku, a więc ustalaniem celów i oceną ich realizacji, gospodarką funduszami własnymi oraz określaniem strategii marketingowej. Książkę zamyka część poświęcona identyfikacji, pomiarowi i kształtowaniu różnych rodzajów ryzyka w działalności bankowej;

ryzyka kredytowego, ryzyka kraju, ryzyka płynności, ryzyka stopy procentowej, ryzyka walutowego i ryzyka operacyjnego. Istotną zaletą recenzowanej pracy jest klarowny sposób prezentacji poszczególnych zagadnień. Autorzy, starając się, by książka była przyjazna dla czytelnika, umiejętnie wykorzystują swoje niebagatelne doświadczenia dydaktyczne.

## 3. Uwagi o charakterze polemicznym

Z licznych wyrażanych w książce sądów wartościujących chciałbym nawiązać do dwóch, dotyczących procesów prywatyzacyjnych w bankowości oraz charakteru i skuteczności polityki pieniężnej w Polsce. Są to oczywiście kwestie niezwykle złożone i budzące kontrowersje. Moją ambicją nie jest w żadnym wypadku ich rozstrzygnięcie, lecz jedynie zwrócenie uwagi, że najnowszy dorobek literatury przedmiotu (który w pewnej części ze względu na długość cyklu wydawniczego nie mógł być uwzględniony w książce) oraz szersze zestawy danych statystycznych mogą być podstawą do formułowania nieco odmiennych opinii niż pojawiające się recenzowanej pracy.

Autor rozdziału 1. w części książki poświęconej funkcjonowaniu systemu bankowego w podpunktach: 1.5, 1.7 i 1.12.2.2 z rezerwą odnosi się do procesów prywatyzacji, w tym tych rozgrywających się z udziałem inwestorów zagranicznych. Dorobek literatury przedmiotu z ostatnich lat, poruszającej wspomniane zagadnienia, pozwala, w moim przekonaniu, przynajmniej zrównoważyć wymowę niektórych argumentów prezentowanych w podręczniku. Dzisiaj nie ulega raczej wątpliwości, że banki państwowe osiągają na ogół gorsze rezultaty gospodarowania niż ich prywatni konkurenci (Megginson 2005). Różnica ta jest przy tym największa w krajach rozwijających się (Micco et al. 2007). Prywatyzacja najczęściej zwiększa efektywność banków, choć samo jej przeprowadzenie nie jest wystarczające do poprawy funkcjonowania podmiotów sektora bankowego (Clarke et al. 2005). Korzyści z prywatyzacji są większe, gdy państwo nie zatrzymuje mniejszościowych udziałów (Beck et al. 2005; Mohieldin, Nasr 2007), unika częściowych prywatyzacji (Otchere 2005), dba o pozyskanie inwestora strategicznego i nierozprasanie akcjonariatu (Bonin et al. 2005b) oraz dopuszcza inwestorów zagranicznych do udziału w analizowanym procesie (Bonin et al. 2005a; Fries, Taci 2005). W krajach rozwijających się prawdopodobieństwo przeprowadzenia prywatyzacji, jak i różnica między efektywnością banków prywatnych i państwowych (na korzyść tych pierwszych) dodatkowo zależą statystycznie istotnie od czynników politycznych (Boehmer et al. 2005; Micco et al. 2007). Oddanie własności banków w ręce lokalnych inwestorów w tej ostatniej gru-

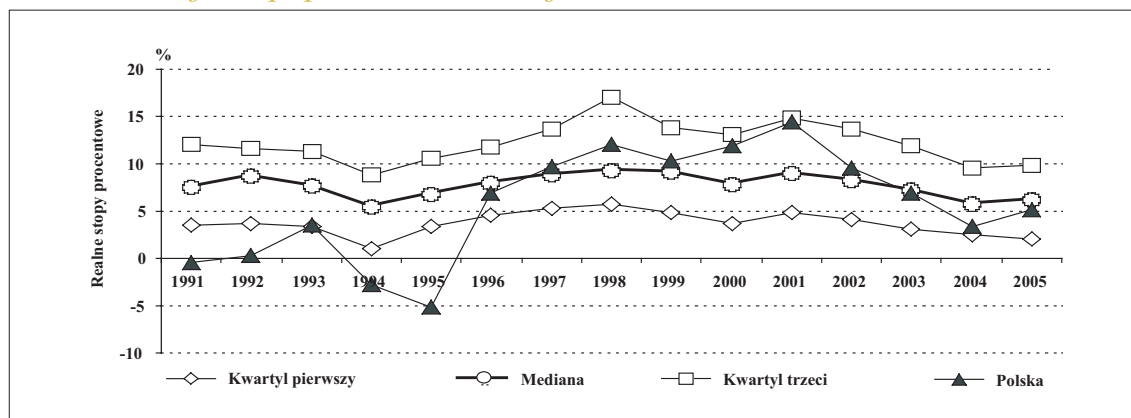
pie państw może prowadzić do wzrostu zagrożenia ryzykiem kredytowym i ryzykiem stopy procentowej (Boubakri et al. 2005). Rezultaty dociekań empirycznych uzyskane dla gospodarek transformujących się przez R. de Haasa i I. Van Lelyvelda (2006) oraz R. Haselmann (2006) sugerują, że obecność w systemie banków we władaniu kapitału zagranicznego stabilizuje akcję kredytową. Badanie R.G. Clarke'a, R. Culla i M.S.M. Perii (2006) dowodzi z kolei, że podmioty gospodarcze, w tym małe i średnie przedsiębiorstwa, zgłaszają mniejsze trudności z pozyskaniem zewnętrznych źródeł finansowania w tych krajach rozwijających się i transformujących się, w których jest znaczna obecność banków zagranicznych. W świetle zgromadzonych przez A.M. Andrews (2005) obserwacji empirycznych z 65 krajów prywatyzacja nie ma ponadto negatywnego wpływu na stabilność systemu bankowego. Duże programy prywatyzacyjne poprzedzały bowiem wystąpienie kryzysu bankowego w zaledwie kilku przypadkach, natomiast w większości państw przekazanie własności w ręce prywatne zostało zastosowane jako środek wzmacniający bezpieczeństwo systemu finansowego i przeciwdziałający cyklom strat i rekaptalizacji w bankach kontrolowanych przez państwo. Kończąc krótki przegląd dorobku najnowszej literatury przedmiotu, warto zauważyć, że prace dokumentujące na podstawie rzetelnych analiz empirycznych przeważająco lub częściowo negatywne skutki szeroko rozumianych procesów prywatyzacyjnych są, według mojej wiedzy, stosunkowo nieliczne (por. np. Haber 2005).

W rozdziale 2. pierwszej części książki przedstawiona jest surowa ocena dotychczasowej polityki pieniężnej w Polsce. Określa się ją jako wyjątkowo re-

strykcyjną, a ponadto nieskuteczną w realizacji stawianych przed nią celów. Sądzę, że co najmniej trzy argumenty umożliwiają złagodzenie tej oceny.

Po pierwsze, przyjrzyjmy się kształtowaniu się realnych stóp procentowych na świecie w dłuższym horyzoncie czasowym niż w recenzowanej książce. Wykres 1 przedstawia medianę i kwartyli rozkładu realnych stóp oprocentowania kredytów w latach 1991–2005. Podstawą jego sporządzenia są dane Banku Światowego dotyczące, w zależności od roku analizy, od 118 do 150 państw. Poziom realnych stóp oprocentowania kredytów w Polsce, jak widać na wykresie 1, nigdy nie przekroczył wartości trzeciego kwartyla, a do 1997 r. i ponownie od 2003 r. był niższy od mediany. W ujęciu względnym z najbardziej restrykcyjną polityką stóp procentowych mieliśmy zatem do czynienia w Polsce w latach 1997–2002. Do podobnych konkluzji skłaniają zamieszczone w tabeli 1 dane o realnych stopach oprocentowania kredytów obserwowanych w krajach porównywalnych z Polską pod względem zamożności oraz bliskich nam geograficznie i ze względu na przebieg najnowszej historii gospodarczej. Przypadki, w których realne stopy procentowe były wyższe niż w Polsce, zaznaczyłem w tabeli 1 kursywą. Zgodnie z oczekiwaniami, są one najliczniejsze na początku i pod koniec przyjętego horyzontu analizy. Przeciętnie wyższymi realnymi stopami oprocentowania kredytów niż w naszym kraju (średnia: 6,85%) legitymowały się w latach 1994–2005 Słowacja i Słowenia (średnie odpowiednio: 7,28% i 7,04%). Także na Łotwie realne stopy procentowe kształtowały się średnio powyżej 6%, a na Węgrzech i Litwie powyżej 4%. Nieekstremalny charakter realnych stóp procentowych w Polsce sug-

**Wykres 1.** Realne stopy oprocentowania kredytów w Polsce na tle mediany i kwartyli rozkładu realnych stóp oprocentowania kredytów w świecie



Uwaga: realne stopy oprocentowania (*r<sub>real</sub>*) kalkulowane są obecnie przez Bank Światowy na podstawie oprocentowania kredytów (*r<sub>nom</sub>*) stosowanego przez banki w stosunkach z najlepszymi klientami biznesowymi (*prime rate charged by banks*) oraz stopy inflacji (*i*) mierzonej zmianami deflatora PKB. Używana formuła jest następująca: 
$$r_{real} = \frac{r_{nom} - i}{1 + i}$$

(zob. [http://devdata.worldbank.org/wdi2006/contents/Table4\\_13.htm](http://devdata.worldbank.org/wdi2006/contents/Table4_13.htm)). Wartości kwartyli obliczono na podstawie od 118 do 150 obserwacji w zależności od roku analizy.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego.

rują też, niestety nie w pełni porównywalne, dane przytaczane w literaturze przedmiotu. Przykładowo z zestawienia opracowanego przez W. Tease'a, A. Deana, J. Elmeskova i P. Hoellera (1991) wynika, że na 22 uwzględnione w badaniu państwa rozwinięte aż 11 w latach 80. XX w. miało średnią długoterminową realną stopę procentową równą co najmniej 5%, a tylko 5 krajów – poniżej 4%. Praca L. Lipschitza, T. Lane'a i A. Mourmourasa (2002) pokazuje z kolei, że wyższe niż w Polsce realne stopy procentowe występowały w kilku krajach transformujących swoje gospodarki. Reasumując, uprawnione jest, w mojej opinii, stwierdzenie, że realne stopy procentowe nie były w Polsce szczególnie wysokie. Ich bezwzględny i relatywny poziom wyraźnie się przy tym obniżył w ostatnich latach.

Po drugie, za cenę kredytu w Polsce odpowiedzialna była nie tylko polityka banku centralnego, ale także jakość portfela kredytowego. Łatwo wykazać, że przy oprocentowaniu kredytów udzielanych podmiotom nieobciążonym ryzykiem kredytowym wynoszącym  $r_k$  (pokrywającym alokowane koszty obsługi źródeł finansowania i koszty działania) oraz przy oczekiwanych stratach kredytowych opisywanych za pomocą parametru  $p$  minimalne ekonomicznie uzasadnione oprocentowanie kredytów z ryzykiem musi być większe w banku z awersją do ryzyka w horyzoncie jednookresowym niż  $\frac{1+r_k}{1-p} - 1$ . Parametr  $p$  oczywiście jest wyższy w gospodarkach transformujących się niż w rozwiniętych. Jeśli założymy, że  $r_k = 5\%$ , to wzrost  $p$  z poziomu 4% do 8% daje zwiększenie minimalnej ceny kredytu z 9,375% do aż 14,13%. Przy pogarszającej się jakości portfela kredytowego (jak to miało miejsce w Polsce w latach 2000–2003), skutek np. ogólnego osłabienia dynamiki gospodarczej, nawet liberalna polityka pieniężna nie daje więc gwarancji spadku kosztu pozyskania finansowania bankowego.

Po trzecie, ewidentne niepowodzenia w realizacji rocznych zadań przez władze monetarne nie powinny przesłaniać faktu, że polityka pieniężna przyczyniła się do zasadniczego i trwałego zredukowania tempa wzrostu cen w Polsce. W dłuższym, kilkustoletnim horyzoncie polityka ta była zatem ogólnie

efektywna w zakresie realizacji podstawowego zadania przypisywanego dziś w Europie bankom centralnym.

#### 4. Propozycje uzupełnień do kolejnego wydania książki

Recenzowaną książkę, jak już wspomniałem, cechują: szeroko zdefiniowany przedmiot zainteresowania oraz duża staranność aktualizacji prezentowanych treści. Mimo to możliwe jest, w mojej ocenie, poddanie pod rozwagę Autorów możliwości dokonania w kolejnym wydaniu trzech drobnych uzupełnień. Dwie pierwsze propozycje, dotyczące: teorii pośrednictwa finansowego i procesu sekurytyzacji należności banków, wywodzą się z obecnego stanu wiedzy. Trzecia, odnosząca się do pochodnych instrumentów kredytowych, wynika z kolei z przewidywanego w najbliższym okresie kierunku rozwoju tego segmentu rynku finansowego.

Tradycyjnie przyczyny istnienia banków w gospodarce upatruje się w występowaniu kosztów transakcyjnych oraz problemów związanych z asymetrią informacji, takich jak: ryzyko negatywnej selekcji, ryzyko zmiany zachowania (*moral hazard*) i informacyjny koszt kapitału (Freixas, Rochet 1998, s. 15–50). Ostatnio w literaturze przedmiotu zyskuje jednak na popularności pogląd, że zasadnicza gospodarcza rola banków ulega zmianie. Podkreśla się znaczenie funkcji związanych z ryzykiem, np. ułatwiania transferu ryzyka i obniżania kosztów partycypacji (Allen i Santomero 1997), lub uznaje się zarządzanie ryzykiem za główny obszar kompetencji rynkowych banków (Hakenes 2004). Sądzę, że uwzględnienie tego przesunięcia akcentów we współczesnej teorii pośrednictwa finansowego wzbogaciłoby oferowany na początku książki opis gospodarczego i społecznego znaczenia banków.

Sekurytyzacja jest jedną z tych technik finansowych, która w ostatnich dziesięcioleciach odniosła najbardziej spektakularny sukces. Pozwala ona bankom na: odejście od tradycyjnego modelu utrzymywa-

Tabela 1. *Realne stopy oprocentowania kredytów w Polsce i wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej (w %)*

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Czechy	-2,02	-3,63	3,53	4,54	1,43	5,75	5,70	2,17	3,85	3,31	2,50	5,83
Estonia	-10,75	-9,43	-7,61	1,20	5,61	6,32	1,96	2,09	2,24	3,35	2,51	-1,17
Litwa	0,41	-13,22	0,75	0,38	6,81	13,78	10,21	10,17	6,62	7,02	2,85	..
Łotwa	14,39	5,52	9,50	7,74	9,26	8,98	7,80	9,31	4,21	1,75	0,57	-2,65
Polska	-2,77	-5,19	6,92	9,69	12,08	10,23	11,89	14,37	9,57	6,89	3,40	5,11
Słowacja	0,98	6,33	9,18	11,19	15,16	13,73	5,94	6,79	6,02	3,63	4,28	4,12
Słowenia	13,28	-1,47	10,37	10,72	8,65	5,64	9,83	5,82	4,93	4,73	5,25	6,74
Węgry	6,62	4,64	5,04	2,78	5,89	7,28	2,46	3,57	1,35	2,78	7,87	5,92

Uwaga: kursywą zaznaczono przypadki, w których realne stopy oprocentowania kredytów były wyższe niż w Polsce.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego.

nia należności kredytowych do terminu zapadalności, sprawniejsze zarządzanie płynnością, lepszy dobór struktury źródeł finansowania, szybszą restrukturyzację zagrożenia ryzykiem kredytowym i ryzykiem rynkowym oraz dokonywanie arbitrażu kapitałowego. Omówienie sekurytyzacji w rozdziale 5. drugiej części recenzowanego podręcznika jest zatem jak najbardziej uzasadnione. Może ono być jednak, moim zdaniem, z korzyścią dla czytelników uzupełnione odwołaniami do rezultatów otrzymanych w ramach dwóch nurtów badawczych popularnych w literaturze przedmiotu. Pierwszy z nich weryfikuje empirycznie prawdziwość formułowanych teoretycznie przyczyn angażowania się banków w procesy sekurytyzacyjne (por. np. Ambrose et al. 2005; Uzun, Webb 2007). Drugi analizuje wpływ informacji o zamiarze przeprowadzenia sekurytyzacji na wycenę banków na rynku kapitałowym (por. np. Lockwood et al. 1996; Gasbarro et al. 2005).

Charakter rynku pochodnych instrumentów kredytowych (prezentowanych w podpunkcie 6.8 drugiej części książki), a w ślad za tym jego znaczenie w gospodarce finansowej banków prawdopodobnie zmieni się w najbliższym czasie. Z jednej strony zdecydowanie o tym rosnąca popularność indeksów ryzyka

kredytowego (np. z rodziny iTraxx bazujących na kredytowych kontraktach zamiany), z drugiej zaś – wprowadzanie derywatów kredytowych do regularnego obrotu giełdowego (np. kontraktów *futures* przez Eurex i Chicago Mercantile Exchange oraz kontraktów opcyjnych przez Chicago Board Options Exchange). Zaistnieje zatem zapewne potrzeba pewnego rozbudowania podpunktu poświęconego derywatom kredytowym.

## 5. Krótkie podsumowanie

Podręcznik *Bankowość. Zagadnienia podstawowe* jest, w moim przekonaniu, pozycją dobrze odpowiadającą na zapotrzebowanie ze strony słuchaczy różnego typu studiów na informacje o funkcjonowaniu systemu bankowego i jego podmiotów. Atutami książki są: różnorodność i aktualność podejmowanych zagadnień, a także przyjazny czytelnikowi sposób ich prezentacji. Sformułowane w recenzji uwagi merytoryczne i polemiczne oraz sugestie możliwych, przyszłych uzupełnień nie zmieniają ogólnie bardzo wysokiej oceny wartości recenzowanej pracy.

## Bibliografia

- Allen F., Santomero A.M. (1997), *The theory of financial intermediation*, "Journal of Banking and Finance", Vol. 21, No. 11–12, December, s. 1461–1485.
- Ambrose B.W., Lacour-Little M., Sanders A.B. (2005), *Does Regulatory Capital Arbitrage, Reputation or Asymmetric Information Drive Securitization?*, "Journal of Financial Services Research", Vol. 28, s. 113–133.
- Andrews A.M. (2005), *State-Owned Banks, Stability, Privatization, and Growth: Practical Policy Decisions in a World Without Empirical Proof*, "Working Paper", No. 05/10, IMF, Washington, D.C.
- Beck T., Cull R. i Jerome A. (2005), *Bank Privatization and Performance: Empirical Evidence from Nigeria*, "Journal of Banking and Finance", Vol. 29, No. 8–9, August – September, s. 2355–2379.
- Boehmer E., Nash R.C., Netter J.M. (2005), *Bank Privatization in Developing and Developed Countries: Cross-Sectional Evidence on the Impact of Economic and Political Factors*, "Journal of Banking and Finance", Vol. 29, No. 8–9, August-September, s. 1981–2013.
- Bonin J.P., Hasan I., Wachtel P. (2005a), *Bank Performance, Efficiency and Ownership in Transition Countries*, "Journal of Banking and Finance", Vol. 29, No. 1, January, s. 31–53.
- Bonin J.P., Hasan I., Wachtel P. (2005b), *Privatization Matters: Bank Efficiency in Transition Countries*, "Journal of Banking and Finance", Vol. 29, No. 8–9, August-September, s. 2155–2178.
- Boubakri N., Cosset J.-C., Fischer K., Guedhami O. (2005), *Privatization and Bank Performance in Developing Countries*, "Journal of Banking and Finance", Vol. 29, No. 8–9, August – September, s. 2015–2041.
- Clarke G.R.G., Cull R., Peria M.S.M. (2006), *Foreign Bank Participation and Access to Credit Across Firms in Developing Countries*, "Journal of Comparative Economics", Vol. 34, No. 4, December, s. 774–795.
- Clarke G.R.G., Cull R., Shirley M.M. (2005), *Bank Privatization in Developing Countries: A Summary of Lessons and Findings*, "Journal of Banking and Finance", Vol. 29, No. 8–9, August – September, s. 1905–1930.
- Gasbarro D., Stevenson M., Schwebach R.G., Zumwalt J.K. (2005), *The Response of Bank Share Prices to Securitization Announcements*, "Quarterly Journal of Business and Economics", Vol. 44, No. 1/2, s. 89–105.
- Freixas X., Rochet J.-C. (1998), *Microeconomics of Banking*, The MIT Press, Cambridge, London.

- Fries S. i Taci A. (2005), *Cost Efficiency of Banks in Transition: Evidence from 289 Banks in 15 Post-Communist Countries*, "Journal of Banking and Finance", Vol. 29, No. 1, January, s. 55–81.
- De Haas R., van Lelyveld I. (2006), *Foreign Banks and Credit Stability in Central and Eastern Europe. A Panel Data Analysis*, "Journal of Banking and Finance", Vol. 30, No. 7, July, s. 1927–1952.
- Haber S. (2005), *Mexico's Experiments with Bank Privatization and Liberalization 1991–2003*, "Journal of Banking and Finance", Vol. 29, No. 8-9, August – September, s. 2325–2353.
- Hankes H. (2004), *Banks as Delegated Risk Managers*, "Journal of Banking and Finance", Vol. 28, No. 10, October, s. 2399–2426.
- Haselmann R. (2006), *Strategies of Foreign Banks in Transition Economies*, "Emerging Markets Review", Vol. 7, No. 4, December, s. 283–299.
- Lipschitz L., Lane T., Mourmouras A. (2002), *Capital Flows to Transition Economies: Master or Servant?*, "Working Paper", No. 02/11, IMF, Washington, D.C.
- Lockwood L.J., Rutherford R.C., Herrera M.J. (1996), *Wealth Effects of Asset Securitization*, "Journal of Banking and Finance", Vol. 20, No. 1, January, s. 151–164.
- Megginson W.L. (2005), *The Economics of Bank Privatization*, "Journal of Banking and Finance", Vol. 29, No. 8–9, August – September, s. 1931–1980.
- Micco A., Panizza U., Yanez M. (2007), *Bank Ownership and Performance. Does politics matter?*, "Journal of Banking and Finance", Vol. 31, No. 1, January, s. 219–241.
- Mohieldin M., Nasr S. (2007), *On Bank Privatization: The Case of Egypt*, "The Quarterly Review of Economics and Finance", Vol. 46, No. 5, February, s. 707–725.
- Otchere I. (2005), *Do Privatized Banks in Middle and Low Income Countries Perform Better than Rival Banks? An Intra-Industry Analysis of Bank Privatization*, "Journal of Banking and Finance", Vol. 29, No. 8–9, August – September, s. 2067–2093.
- Tease W., Dean A., Elmeskov J., Hoeller P. (1991), *Real Interest Rates Trends: The Influence of Saving, Investment and other Factors*, "OECD Economic Studies", No. 17, Autumn, s. 107–144.
- Uzun H., Webb E. (2007), *Securitization and Risk: Empirical Evidence of US Banks*, "The Journal of Risk Finance", Vol. 8, No. 1, s. 11–23.

## Elżbieta Ostrowska, *Rynek kapitałowy*

### Review of the book by Elżbieta Ostrowska, *Capital Market*

Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007

Mirostlaw Dusza\*

„Rynki finansowe są maszynierami decydującymi w znacznym stopniu o ludzkim dobrobycie; obecnie jednak ciągle więcej wiemy o tym, jak działa silnik naszego samochodu, niż o funkcjonowaniu globalnego systemu finansowego. (...) Posuwamy się od kryzysu do kryzysu; nasza wiedza na ten temat jest jednak tak mała, że odwołujemy się nie do nauki, a do szamanów.” – pisał Benoit Mandelbrot, jeden z najbardziej poważanych matematyków XX w.<sup>1</sup>

To, co się dzieje na światowym rynku kapitałowym, np. w czasie lutowo-marcowej (2007) korekty notowań związanej z sytuacją w Chinach, w pełni potwierdza hipotezę, że nasza wiedza o tym segmencie rynku jest ciągle niewielka. Dlatego każda praca, która w sposób naukowy próbuje zmniejszyć obszar naszej niewiedzy w tym względzie, zasługuje na baczną uwagę.

Jedną z najnowszych prac tego typu jest książka Elżbiety Ostrowskiej *Rynek kapitałowy*, będąca podręcznikiem adresowanym do studentów uniwersytetów i uczelni ekonomicznych, ale również do analityków i inwestorów giełdowych.

Autorka zebrała w swojej książce większość informacji służących osobom działającym na tym obszarze gospodarki do wszechstronnej analizy rynku

kapitałowego. Konstrukcja pracy jest podporządkowana logice wykładów uniwersyteckich i – jak należy sądzić – właśnie one były podstawą do jej powstania w obecnym kształcie.

Pierwszy rozdział książki zawiera opis podstawowych instrumentów rynku kapitałowego. Na szczególne uznanie zasługuje, niestety niezbyt częste w pracach naukowych dotyczących finansów, historyczne podejście Autorki do tego rodzaju instrumentów. Dzięki niemu możemy np. obejrzeć w książce (s. 16) wizerunek jednej z pierwszych polskich akcji (z 1768 r.), której emisja była jednym z początkowych kroków do powstania polskiego rynku papierów wartościowych.

W dalszej części rozdziału Autorka klasyfikuje papiery wartościowe, używając różnych stosowanych w praktyce kryteriów, takich jak:

- funkcje prawne przypisane papierom,
- sposób przenoszenia tytułu własności do praw majątkowych,
- korzyści wynikające z posiadania papieru,
- reakcja na koniunkturę w makrootoczeniu,
- domicyl wystawcy papieru,
- rodzaje rynków papierów wartościowych.

<sup>1</sup> Mandelbrot B.B., Hudson R.L. (2004), *The (mis) Behaviour of Markets: A Fractal View of Risk, Ruin and Reward*, Profile Books Ltd.

\* Uniwersytet Warszawski, Wydział Zarządzania, Katedra Gospodarki Narodowej, e-mail: mdusza@mail.wz.uw.edu.pl

Wśród papierów wartościowych Autorka wylicza tradycyjne papiery udziałowe (akcje), tradycyjne papiery dłużne (obligacje), instrumenty pochodne bazujące na wyżej wymienionych instrumentach, specyficzne papiery wartościowe, np. polskie powszechne świadectwa udziałowe oraz amerykańskie świadectwa depozytowe (ADR-y) czy londyńskie globalne świadectwa depozytowe (GDR-y). Autorka podaje podstawowe informacje o tych instrumentach, odsyłając czytelnika do szerszych opracowań na ten temat, co pozwala na pogłębienie już posiadanej wiedzy.

Kolejny rozdział poświęcony jest funkcjonowaniu rynku kapitałowego i jego otoczeniu. Wiele przemyślanych schematów, przedstawiających m.in. strukturę rynków finansowych czy podmiotów kreujących podaż papierów wartościowych i popyt na nie, pozwala na łatwe poznanie nie tak prostych w istocie zagadnień.

W rozdziale poświęconym uczestnikom rynku kapitałowego opisane zostały wszystkie najważniejsze instytucje podejmujące działalność w tym segmencie systemu finansowego. O tym, jak dynamiczny, również od strony instytucjonalnej, jest ten sektor, świadczy fakt, że w stosunkowo niedługim okresie, który upłynął między napisaniem podręcznika a jego ukazaniem się na rynku, nastąpiła w Polsce istotna zmiana w systemie nadzoru nad rynkiem kapitałowym. Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, o której pisze Autorka, weszła w skład nadzoru zintegrowanego, jakim jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Szczególnie interesujący jest rozdział „Globalizacja i integracja rynków kapitałowych”, sygnalizujący zmiany zachodzące obecnie na rynku, jak również przyszły możliwy jego kształt. Znaczna część tego rozdziału dotyczy sytuacji polskiej, co jest ważne dla obecnych i potencjalnych uczestników rynku krajowego.

Kolejne rozdziały mają charakter bardziej techniczny (bez tego w finansach ani rusz) i stanowią przegląd dorobku teoretyków i praktyków działających na obszarze rynku kapitałowego. Autorka omawia zatem po kolei:

- ryzyko inwestowania na rynkach kapitałowych,
- analizę fundamentalną jako metodę oceny papierów wartościowych,
- analizę techniczną papierów wartościowych,
- indeksy giełdowe oraz strategie inwestowania na rynkach kapitałowych,
- kryteria oceny atrakcyjności papierów wartościowych stosowane w analizie portfelowej,
- konstrukcje i zarządzanie portfelem papierów wartościowych,
- portfele inwestycyjne w teorii rynków kapitałowych,
- rozwój klasycznej teorii portfela papierów wartościowych,
- metody pomiaru efektywności zarządzania portfelem inwestycyjnym.

Konstrukcja książki jest jasna i przyjazna dla czytelników, którymi – jak już wspomniano – będą zapewne głównie studenci różnych kierunków studiów ekonomicznych oraz osoby zawodowo związane z rynkiem kapitałowym.

„Ekonomia to nie nauki ścisłe. Nigdy nie możemy do końca kontrolować zachodzących w gospodarce procesów” – stwierdził wiosną 1999 r. Alan Greenspan, ówczesny szef amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Z tego też względu nawet bardzo uważna lektura książek poświęconych rynkowi kapitałowemu nie gwarantuje sukcesu. Niemniej jednak lektura zrecenzowanej książki z pewnością zmniejszy ryzyko poniesienia porażki zarówno w grze giełdowej, jak również – uwzględniając główną grupę czytelników nowego podręcznika – w trakcie egzaminu uniwersyteckiego.