

Henryk Gurgul, *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*

Review of the book by Henryk Gurgul, *Analysis of the Developments on Equity Markets. The Impact of Information on the Prices of Securities*

Oficyna Ekonomiczna (Wolters Kluwer), Kraków 2006

*Marek Gruszczyński**

Książka Henryka Gurgula jest świetnym przykładem tekstu na temat nowoczesnych finansów. Obejmuje tematy, które – z racji rozwoju rynków finansowych – są coraz lepiej dostrzegane, także przez środowiska naukowe w Polsce. Jest to praca poświęcona badaniu efektywności rynku giełdowego, przede wszystkim dla Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA, częściowo też dla giełd frankfurckiej i wiedeńskiej. W 2007 r. książka otrzymała nagrodę Banku Handlowego w Warszawie SA za szczególne osiągnięcia w zakresie myśli teoretycznej w sferze ekonomii i finansów.

Czy książka stanowi przyczynek do rozwoju teorii ekonomii i finansów? Myślę, że tak, chociaż praca nie rozwija bezpośrednio teorii, przedstawia zaś zastosowania. Chodzi o pokazanie, na ile polski rynek kapitałowy jest efektywny i na ile odpowiedź na to pytanie różni się w porównaniu z rozwiniętymi rynkami kapitałowymi. Autor uczynił to za pomocą dobrze udokumentowanego podejścia ilościowego. Tego rodzaju badania opierają się, owszem, na znanych teoriach rynku kapitałowego, jednak ich wyniki – z różnych powodów – często nie potwierdzają teorii. Wówczas badania empiryczne są ewentualnie zaczynem poszukiwań teoretycznych, w tym przypadku w odniesieniu do tzw. rynków wschodzących.

Za główną wartość książki H. Gurgula uważam klarowność przekazu dość trudnych technicznie treści, opis nieprzeładowany elementami technicznymi, lecz wystarczający do zrozumienia omawianych tematów. Książka jest przez to dostępna dla znacznie szerszego kręgu odbiorców niż tylko dla specjalistów dobrze orientujących się w metodach ilościowych.

Druga charakterystyczna cecha książki to oparcie podejść ilościowych na teoriach rynków kapitałowych, zwłaszcza teoriach efektywności rynków. Autor chętnie zastanawia się nad zgodnością swoich wyników z teoriami ekonomicznymi oraz wynikami uzyskiwanymi dla innych rynków. Nie jest to częste w polskiej literaturze podejmującej empiryczne tematy rynków giełdowych. Mam tu na myśli przede wszystkim ekonometrię finansową.

Treść książki H. Gurgula jest na polskim rynku wydawniczym nowa w tym sensie, że tak całościowego ujęcia tego tematu jeszcze nie było. Wcześniej pojawiały się w Polsce krótsze opracowania na temat analizy zdarzeń, o czym Autor wspomina w rozdziale 2. Obecnie tych prac jest nieco więcej. Warto wśród nich dla przykładu wymienić artykuł D. Serwy i A. Smolińskiej-Skarżyńskiej (2004) o zastosowaniu analizy zdarzeń do dziennych kursów walutowych.

* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Analiz Ekonomicznych, Instytut Ekonometrii

O czym jest ta książka? Chodzi o odpowiedź na pytanie, czy występują i jakie są skutki pojawienia się na danym rynku określonych informacji oraz zdarzeń. Skutkiem jest ewentualnie ponadprzeciętny (zwykłowy: *abnormal*) zwrot z akcji oraz wzmożona wielkość obrotów. Zdarzenia analizowane przez Autora to podanie przez spółkę do publicznej wiadomości takich informacji, jak: wielkość planowanych zysków i ewentualne zmiany tych prognoz, planowana wysokość dywidendy, planowany podział akcji i umorzenie własnych akcji, transakcje akcjami spółki przez *insiderów*, rezygnacja członka zarządu z zajmowanego stanowiska. W książce analizuje się także wpływ innych zdarzeń: ogłoszenia rekomendacji analityków dla inwestorów zainteresowanych akcjami spółki, dodania bądź usunięcia akcji spółki z portfela indeksu WIG20, zmiany podstawowych stóp procentowych.

Wybrana przez Autora technika analizowania wpływu wymienionych zdarzeń na poziom cen akcji i wielkość obrotów to przyjęta na świecie metodyka tak zwanej analizy zdarzeń (*event study*). W istocie pomysł powstał kilkadziesiąt lat temu i pewnie zaczął się od przełomowej pracy E. Famy, L. Fishera, M. Jensena i R. Rolla (1969). Pomysł przechodził przez lata różne modyfikacje, przede wszystkim w związku z rozwojem metod analizy szeregów czasowych, jednakże główna idea pozostaje niezmieniona. Powinniśmy ustalić, o jakie zdarzenie chodzi (jaka informacja dotycząca spółki jest ujawniana i kiedy), określić zbiór spółek, dla których rzecz należy badać, określić „okno zdarzenia” (data zdarzenia plus minus kilka dni), a następnie zbadać odpowiednimi metodami statystyczno-ekonometrycznymi, jak zachowują się ceny akcji w oknie zdarzenia.

Autor posługuje się danymi dziennymi. To jest klasyka analizy zdarzeń. Coraz większa dostępność danych o większej częstotliwości (danych tikowych o transakcjach) powoduje, że przyszłością tych analiz jest coraz dokładniejsze określanie związków między momentami handlu a ogłoszeniem informacji. Niemniej jednak posługiwanie się danymi dziennymi jest nadal uprawnione, albowiem oficjalne komunikaty o spółkach pojawiają się w większości poza czasem handlu. Analiza zdarzeń w postaci klasycznej jest do dzisiaj szeroko stosowana w finansach. Warto przytoczyć dane S.P. Khotariego i J.B. Warnera (2006), według których w latach 1974–2000 tylko w dwóch czołowych czasopismach naukowych z finansów, „Journal of Finance” oraz „Journal of Financial Economics”, opublikowano aż 419 analiz zdarzeń.

W książce jest dziewięć rozdziałów, przy czym pierwsze dwa stanowią wprowadzenie. Pierwszy rozdział przedstawia zagadnienia efektywności informacyjnej rynków kapitałowych i jej związek z prognozowaniem. Rozdział drugi omawia metodę analizy zdarzeń, jej początki oraz obecnie stosowane techniki.

Pozostałe rozdziały, od trzeciego do dziewiątego, prezentują wyniki różnych analiz zdarzeń dla różnych

horyzontów czasowych, różnych zdarzeń i różnych rynków, przy czym najczęściej badany jest polski rynek akcji. Rozdział trzeci przedstawia wyniki badania efektu ogłoszenia prognozy zysku dla polskich spółek giełdowych. W rozdziale czwartym przeanalizowano wpływ na ceny akcji takich wydarzeń, jak ogłoszenie rekomendacji analityków, ujawnienie zawarcia transakcji przez *insiderów*, rezygnacja członka zarządu z zajmowanego stanowiska.

Rozdział piąty i szósty poświęcono analizie skutków zapowiedzi o spodziewanym poziomie dywidendy na rynkach akcji w Niemczech, Austrii i w Polsce. W siódmym rozdziale Autor podjął próbę zbadania wpływu (na cenę i wielkość obrotów) zdarzeń polegających na dodaniu akcji do portfela WIG20 lub usunięciu ich. W rozdziale ósmym zbadano, jak giełda reaguje na zmiany podstawowych stóp procentowych. Rozdział dziewiąty, nieco na uboczu głównego nurtu książki, bada „efekt polepszania wyników w sektorze otwartych funduszy emerytalnych”.

Jak wynika z tego wyliczenia, Autor podjął wiele tematów, każdy niezwykle interesujący. Interesujące są też wnioski z badań. Zachęcam Czytelników do ich lektury. W przypadku każdego ze zdarzeń analizowanych w książce można wskazać wyniki uzyskane dla rozwiniętych rynków kapitałowych oraz odpowiednią teorię (lub jej brak) sugerującą przewidywany kierunek zmian cen bądź obrotów akcji. Autor skrupulatnie czyni to w każdym z 7 rozdziałów empirycznych, w których kolejno analizowane są wymienione zdarzenia, przede wszystkim dla spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA. Wiele otrzymanych wyników potwierdza reakcje obserwowane dla rynków rozwiniętych; kilka świadczy też o prawdopodobnym występowaniu *insider trading*. Autor opisuje to szczegółowo w znakomitym podsumowaniu książki. W porównaniu z klasycznymi analizami zdarzeń walorem badań Autora jest analizowanie nie tylko cen akcji (czyli zwykłych stóp zwrotu), lecz także obrotów akcjami, co w literaturze czyni się rzadziej.

Warunkiem wykonania analiz zamieszczonych w książce było utworzenie bazy danych ze zdarzeniami dotyczącymi polskiego rynku giełdowego. Autor twierdzi, że był to najbardziej czasochłonny etap badania. Z takim stwierdzeniem należy się zgodzić. Zebranie danych nie mogło być czynnością dającą się zautomatyzować, albowiem większość informacji to dane „miękkie”, których należało szukać w oświadczeniach spółek i w innych źródłach.

Podsumowując:

- Książka H. Gurgula przybliży polskiemu Czytelnikowi analizy zdarzeń na rynkach akcji. Jest przy tym świetnym przewodnikiem dla badaczy zajmujących się tego rodzaju zagadnieniami. Z pewnością stanowi ważną pozycję z dziedziny współczesnych finansów w Polsce.

- Potencjalnie trudne technicznie tematy z zakresu ekonometrii finansowej zostały przez Autora przedstawione przystępnie, jednak w sposób satysfakcjonujący dla specjalistów.

- Książka przedstawia ważny temat współczesnych finansów. Opisuje znaną na świecie, lecz jeszcze słabo rozpowszechnioną w Polsce technikę analiz informacji z rynku kapitałowego. Nie jest to przy tym wyłącznie pozycja metodyczna.

- Prezentowane w książce rozliczne wyniki badań ekonometrycznych dla polskiego rynku giełdowego odniesiono do odpowiednich teorii rynku kapitałowego oraz do wyników uzyskanych dla innych rynków. Takie podejście jest ze wszelkich miar poprawne i należy to z uznaniem podkreślić.

- Dla swojego badania Autor zgromadził unikalną bazę danych o polskim rynku. Można wyrazić

nadzieję, że w przyszłości, w miarę rozwoju tego rynku i instytucji mu towarzyszących, będzie można w takich badaniach korzystać z gotowych sprawdzonych baz danych przygotowywanych rutynowo, choćby dla instytucji nadzoru kapitałowego.

- Dzięki dobremu pomysłowi edytorskiemu (w miarę krótkie, treściwe podrozdziały, nieprzeładowanie wzorami itd.) książka nie ustępuje standardom światowym, jeśli idzie o monografie z zakresu współczesnych finansów.

Szersze upowszechnienie wiedzy zawartej w książce, metod w niej wykorzystanych oraz sposobu prezentacji wyników Czytelnikowi – to są życzenia, które z pewnością należą się Autorowi tej przełomowej pracy. Myślę, że uda się je spełnić, jeśli po książkę H. Guręla sięgną zarówno akademicy, jak i praktycy rynków finansowych, dla których w istocie jest przeznaczona.

Bibliografia

- Fama E.F., Fisher L., Jensen M., Roll R. (1969), *The adjustment of stock prices to new information*, "International Economic Review", Vol. 10, No. 1, s. 1–21.
- Khotari S.P., Warner J.B. (2006), *Econometrics of event studies*, w: B. Espen Eckbo (red.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Elsevier, North-Holland.
- Serwa D., Smolińska-Skarżyńska A. (2004), *Reakcje kursu walutowego na zmiany poziomu stóp procentowych. Analiza zdarzeń dla danych dziennych*, „Bank i Kredyt”, nr 1, s. 80–91.

Teresa Lubińska (red.), *Budżet zadaniowy w Polsce. Reorientacja z wydatkowania na zarządzanie pieniędzmi publicznymi*

Review of the book edited by Teresa Lubińska, *The Task-Based Budget. Reorientation of Spending towards Managing Public Funds*

Difin, Warszawa 2007

*Hanna Sochacka-Krysiak**

Nakładem wydawnictwa Difin ukazała się ostatnio książka stanowiąca zbiór dość różnorodnych materiałów, które w intencji zespołu autorskiego mają – jak sędzę – dostarczyć zainteresowanemu gronu Czytelników informacji o budżecie zadaniowym, wykraczających poza sporadyczne i cząstkowe sygnały przekazywane przez tzw. media.

Nie ulega wątpliwości, że problematyka budżetu zadaniowego jest aktualna i ważna. Wiąże się ona z sygnalizowanymi od dawna procesami i przedsięwzięciami zmierzającymi do poprawienia jakości funkcjonowania polskiego sektora publicznego. Można tu dla przykładu przypomnieć lansowany ostatnio system *new public management*, inspirowany rozwiązaniami pochodzącymi z państw rozwiniętej gospodarki rynkowej, działającej w warunkach stabilnej demokracji parlamentarnej. Warto też wspomnieć o sformułowanym przez Stanisława Owsiaka postulacie podjęcia szerokich i wielokierunkowych działań zmierzających do racjonalizacji wydatków publicznych oraz o zapowiadanej od pewnego czasu reformie finansów publicznych.

Dla nawiązania z Czytelnikiem porozumienia w kwestii najważniejszej, tj. ustalenia odpowiedzi na pytania: czym jest w swej istocie budżet zadaniowy, jakim celem ma on służyć i jakie są szanse oraz bariery jego praktycznego wykorzystania, odwołam się do znakomitego tekstu, jaki na temat budżetu zadaniowego umieścił w swej wydanej niedawno książce Andrzej Wernik (2007). Zdaniem cytowanego Autora „istota budżetu zadaniowego polega na: 1) precyzyjnym określeniu zadań, które mają być finansowane ze środków budżetowych, 2) stosowaniu odpowiednich mierników, które umożliwiłyby ocenę efektów, uzyskanych w wyniku ponoszonych wydatków budżetowych” (s. 175).

Koncepcja budżetu zadaniowego wywodzi się z dążenia do racjonalizacji wydatków publicznych, które ujawniło się w Stanach Zjednoczonych oraz w Europie Zachodniej wkrótce po zakończeniu II wojny światowej (Owsiak 2005, s. 263 i nast.). Warto przypomnieć, że postulaty racjonalizacji finansów publicznych pojawiły się w Polsce jeszcze w czasach poprzedzających zmianę ustroju społeczno-gospodarczego. Między innymi Zdzisław Fedorowicz (1984) określił kryteria oceny

* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Zarządzania i Finansów, Katedra Ekonomiki i Finansów Samorządu Terytorialnego

stopnia racjonalizacji systemu finansów publicznych. Są to m.in.: kryterium efektywności oddziaływania tego systemu na przebieg procesów realnych pod kątem optymalizacji zaspokajania potrzeb społecznych, kryterium zgodności systemu z naturą regulowanych przezeń zjawisk oraz rządzących nimi praw ekonomicznych, kryterium wewnętrznej zgodności poszczególnych norm systemu oraz kryterium ich prostoty, a także zdolności systemu do samoregulacji.

W okresie transformacji systemowej dezyderat racjonalności finansów publicznych zyskał na znaczeniu. Rozpatrywano go w szczególności na dwu płaszczyznach, tj. na płaszczyźnie właściwego podziału z natury ograniczonych środków publicznych pomiędzy potrzeby uznane za najpilniejsze w konkretnym miejscu i czasie (kwestia racjonalnego ustalania priorytetów) oraz na płaszczyźnie optymalnego wykorzystania już rozdzielonych środków przez jednostki realizujące konkretne zadania publiczne (kwestia wyboru właściwego wariantu techniczno-organizacyjnego realizacji owych zadań) (Denek et al. 1995).

Do podstawowych instrumentów racjonalizacji wydatków publicznych należą wzbogacanie i uzupełnianie procesów planowania budżetowego realizowanego z zasady w skali jednego roku – tzw. wieloletnim programowaniem finansowo-budżetowym, opartym na założeniu wydłużenia horyzontu czasowego prowadzonych w tym zakresie prac.

Badania dotyczące tego problemu były prowadzone od dawna, początkowo w Stanach Zjednoczonych, później w Europie Zachodniej. Powstało wiele modeli służących głównemu celowi podejmowanych prac, tj. racjonalizacji wydatków publicznych. Każdy z tych modeli ma dwie fazy postępowania, nawiązujące do wspomnianych dwóch płaszczyzn rozdysponowania, a następnie wykorzystania środków publicznych do realizacji konkretnych zadań publicznych. Wszystkie sposoby określania spodziewanego skutku ponoszonych nakładów mają jednak pewien słaby punkt (Owsiak 1995).

Pojawia się tu mianowicie kontrowersyjna kwestia mierników. Oszczędne wydatkowanie środków publicznych, oparte na gruntownej i rzetelnej analizie poniesionych kosztów, wydaje się łatwiejsze niż prognozowanie przewidywanych skutków. Podstawowa trudność tkwi (1) w ustaleniu zależności między poniesionymi nakładami a osiągniętymi efektami, dla których często brakuje stosownych mierników oraz (2) w występujących dość często znaczących opóźnieniach efektu związanego z poniesionym nakładem. Tego typu rozbieżność w czasie między nakładem a efektem występuje np. w niektórych usługach publicznych, takich jak edukacja lub opieka zdrowotna.

Podstawową trudnością jest jednak kwestia mierników, których często po prostu brakuje. Cytowany już Autor, A. Wernik w konkluzji swych rozważań nad budżetem zadaniowym pisze: „Nadanie całemu budżetowi

państwa formy zadaniowej nie jest możliwe, bo jest wiele wydatków, które nie mają charakteru finansowania określonych zadań. Przykładowo wymienić tu można wydatki na obsługę długu publicznego, płatności do budżetu Unii Europejskiej, czy subwencje do jednostek samorządu terytorialnego (...). Także niektóre zadania finansowane ze środków budżetowych nie nadają się ze względu na ich naturę do oceniania za pomocą mierników ilościowych; dotyczy to np. wydatków na utrzymanie władz państwowych (...), na przeprowadzenie wyborów a także na administrację. (...) Niemniej zastosowanie w planowaniu budżetowym – tam gdzie jest to możliwe i sensowne – formuły budżetu zadaniowego może przyczynić się do lepszego wykorzystania środków budżetowych i zwiększenia tym samym ich efektywności” (Wernik 2007, s. 175).

Pozwoliłam sobie umieścić w tekście niniejszej recenzji tak obszerny cytat, gdyż wskazuje on istotę problemu i wyznacza granice realności popularnych obecnie koncepcji teoretycznych.

W ostatniej dekadzie ubiegłego wieku wielokrotnie podejmowano próby zastosowania koncepcji budżetu zadaniowego w niektórych miastach¹, a od 2006 r. trwają prace nad zastosowaniem tej koncepcji na płaszczyźnie centralnej, tj. budżetu państwa. Recenzowana książka pod redakcją Teresy Lubińskiej stanowi zbiór informacji o przebiegu tych prac, czyli swoisty raport z realizacji podjętego zadania badawczo-aplikacyjnego.

W tym momencie należy przystąpić do zaprezentowania Czytelnikowi treści recenzowanego dzieła.

Otwiera je wstęp, napisany przez T. Lubińską, w którym zwrócono uwagę na walory budżetu zadaniowego, polegające na celowości ponoszonych wydatków oraz zapewnieniu ich efektywności. Autorka opisuje przedsięwzięcia organizacyjne podjęte w celu zaadaptowania instytucji budżetu zadaniowego do polskiej rzeczywistości, a także nowelizację ustawy o finansach publicznych, wprowadzającą obowiązek dołączenia do projektu ustawy budżetowej uzasadnienia, zawierającego „zestawienie zadań w ramach planowanych kwot wydatków wraz z opisem celów przedmiotowych zadań, mierników wykonania oraz przewidywanych wieloletnich kosztów finansowych związanych z ich realizacją”.

W dalszej części wstępu Autorka wskazuje konkretne zadania wykonywane przez zespół pracujący pod jej kierunkiem oraz zamieszcza liczący około 2 stron wykaz nazwisk osób, którym wyraża szczególne podziękowania za udział w prowadzonych pracach.

Część I recenzowanej książki nosi tytuł „Budżet zadaniowy w Polsce – istota, struktura, metodyka” i została napisana przez następujące osoby: Teresę Lubińską, Tomasza Strąka, Alberta Lozano-Platonoffa, Marcina Będzieszaka i Magdalenę Godek.

¹ Chodzi tu o Kraków, Lublin i Szczecin – por. Owsiak (2002, s. 191 i nast.).

W rozdziale 1. pt. „Reformy budżetowe w zakresie zarządzania wydatkami publicznymi” dokonano przeglądu wybranych przykładów, potwierdzających popularną ostatnio tendencję do „odbiurokratyzowania” państwa i poprawy efektywności działania jego administracji. Zwrócono też uwagę na szczególne osiągnięcia Francji w stosowaniu budżetu zadaniowego. W Polsce, jak już wspomniano, podjęto próby praktycznego stosowania budżetu zadaniowego, jednak raczej w roli załącznika, uzupełniającego budżet tradycyjny.

Rozdział 2. pt. „Wydatki publiczne jako wyraz przedmiotowego ujęcia zadań publicznych” prezentuje różne sposoby ujmowania owych zadań znane z literatury przedmiotu.

Rozdział 3. pt. „Metodyka budżetu zadaniowego w Polsce” składa się z siedmiu podrozdziałów, w których omówiono kolejno: istotę budżetu zadaniowego w Polsce, zasadę przejrzystości (wprowadzenie nowej klasyfikacji budżetowej), zasadę skuteczności i efektywności, zasadę wieloletniości, zasadę konsolidacji wydatków w budżecie zadaniowym, alokację wydatków na zadania i podzadania oraz rozwiązania legislacyjne w zakresie budżetu zadaniowego. Tekst rozdziału ma charakter mieszany, częściowo informacyjny, częściowo programowy, a nawet postulatyczny. Dotyczy to zarówno klasyfikacji budżetowej, której główne założenia zostały zaprezentowane w omawianym tekście, jak też stworzenia systemu mierników, bez których budżet zadaniowy właściwie traci rację bytu. Wymaga to ogromnego wysiłku i wielu lat żmudnej pracy, na co Autorzy uczciwie zwracają uwagę.

Proponowana obecnie koncepcja budżetu zadaniowego „(...) zakłada ujęcie w trzyletniej projekcji wydatków (...) całego podsektora rządowego i ubezpieczeń społecznych, z wyłączeniem państwowych szkół wyższych, jednostek badawczo-rozwojowych, samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej i państwowych instytucji kultury” (str. 44). Zadania budżetowe mają dotyczyć wydatków zarówno bieżących, jak też inwestycyjnych. W zakończeniu rozdziału omówiono niezbędne zdaniem Autorów zmiany legislacyjne.

Rozdział 4. pt. „Budżet zadaniowy części ‘Nauka’ – pilotaż 2006/2007” i rozdział 5. pt. „Międzyresortowy program wysokich technologii stworzony w oparciu o metodykę zadaniową” mają charakter czysto informacyjny. Ujawniają Czytelnikom recenzowanej książki pierwsze praktyczne próby cząstkowego wprowadzania w życie rozwiązań rekomendowanych na poziomie teoretyczno-systemowym.

Część II (bez autora) jest przedrukiem fragmentu rozporządzenia Ministra Finansów z 18 maja 2007 r. w sprawie szczegółowego sposobu, trybu i terminów opracowania materiałów do projektu ustawy budżetowej na rok 2008². Część ta nosi tytuł „Instrukcja formułowania zadań, celów i mierników”. Niestety brak jest informacji

o tym, jak wygląda faktyczne wykorzystanie owej instrukcji i zawartych w niej wytycznych.

Część III pt. „Klasyfikacja budżetowa” składa się z dwu rozdziałów. Rozdział 1. pt. „Klasyfikacja budżetowa w Polsce” napisał Tomasz Strąk, rozdział 2. pt. „Klasyfikacja budżetowa w kontekście standardów międzynarodowych” napisała Renata Bielak. Oba rozdziały mają charakter informacyjno-opisowy i w związku z tym reprezentują określone wartości poznawcze.

Podobny charakter ma najobszerniejsza, a zarazem ostatnia część recenzowanej książki, tj. część IV pt. „Budżet zadaniowy na świecie”, która składa się z siedmiu rozdziałów, a każdy z nich został napisany przez inną osobę. Wojciech Zieliński napisał rozdział 1. pt. „Stany Zjednoczone” (treść: wzorce budżetu zadaniowego w USA, wdrażanie budżetu zadaniowego w USA i okres przejściowy, zasady funkcjonowania budżetu zadaniowego). Michalina Wójcik jest Autorką rozdziału 2. pt. „Wielka Brytania” (treść: wdrażanie budżetu zadaniowego w Wielkiej Brytanii, zasady funkcjonowania budżetu zadaniowego). Katarzyna Karpińska opisała w rozdziale 3. pt. „Nowa Zelandia” budżet zadaniowy tego kraju. Marcin Będzieszak w rozdziale 4. pt. „Holandia” zajął się budżetem zadaniowym w Holandii, jego wstępną oceną oraz okresową ewaluacją. Autorka rozdziału 5. pt. „Francja”, Magdalena Godek opisała zarówno wdrażanie jak i zasady funkcjonowania budżetu zadaniowego we Francji. Andrzej Mielcarz w rozdziale 6. pt. „Słowacja” opisał zasady funkcjonowania budżetu państwa w Republice Słowacji, którą uznaje za pioniera reform systemu budżetowego w grupie nowych członków Unii Europejskiej. W ostatnim, 7. rozdziale prezentowanej części, zatytułowanym „Elementy budżetowania zadaniowego w Niemczech”, Autorka, Katarzyna Stieger zajęła się ujawnieniem oraz wyeksponowaniem elementów programowania budżetowego w budżecie niemieckim (zwiększenie elastyczności planu budżetowego, wprowadzenie rachunku kosztów, pilotażowy projekt budżetu zadaniowego).

Cała część IV ma oczywiście określone walory poznawcze, jednak jej poszczególne rozdziały różnią się szczegółowością informacji, sposobem ich interpretowania oraz zaawansowaniem opisywanych zmian.

Kolejne segmenty tekstu, pochłaniające ponad jedną trzecią objętości książki (od str. 199 do str. 338), to aneksy, z których tylko dziesięciostronicowy aneks 1. pt. „Prawnie zdeterminowane wydatki budżetu państwa” jest napisany przez Macieja Mekińskiego. Aneks 2 pt. „Wykaz dysponentów części budżetowych wg stanu na wrzesień 2007 r.”, aneks 3 pt. „Wykaz działów i rozdziałów klasyfikacji budżetowej” oraz aneks 4 pt. „Ustawa o finansach publicznych (Dz.U. 2005 nr 249, poz. 2104)” stanowią przedruk *in extenso* materiałów źródłowych. Są one dostępne również w innej formie, choć zamieszczenie ich w recenzowanej książce jest niewątpliwie ułatwieniem dla czytelników. Z kolei aneks 5.

² Dz.U. 2007, nr 94, poz. 628.

pt. „Performance Budget in Poland: Methodological Foundations” jest – jak sądzę – przekładem na język angielski tekstu przeznaczonego dla Czytelnika, który nie znając języka polskiego, chciałby poznać podstawowe informacje o realizowanych i projektowanych przedsięwzięciach dotyczących programu zastosowania w Polsce budżetu zadaniowego. Porównanie treści rozdziałów 1–4 w części I oraz wskazanego wyżej tekstu angielskiego zawartego w aneksie 5. prowadzi do wniosku, że jest to mocno skrócona wersja tekstu polskiego. Stąd zapewne brak wskazania autora aneksu 5, który w odróżnieniu od aneksów 2., 3., i 4. nie jest czytelnym przedrukiem materiałów źródłowych.

Na końcu książki umieszczono bibliografię, liczącą 136 pozycji, reprezentujących źródła niezwykle zróżnicowane – od polskich i obcojęzycznych książek oraz artykułów, poprzez dokumenty rządowe, do stron internetowych wskazanych w końcowym fragmencie bibliografii.

Sformułowanie wniosków z lektury recenzowanej książki okazało się zadaniem trudnym. Jest to bowiem dzieło bardzo niejednolite, o dość nieokreślonym charakterze. Nie jest to z pewnością podręcznik ani monografia. Najbliższe rzeczywistości wydaje się określenie: zbiór materiałów, które mogą okazać się przydatne w procesie reformowania polskich finansów publicznych. Oczywiście zarówno rozważania postulatywne oparte na literaturze, jak też szczegółowe (choć niejednolite) informacje o zakresie i sposobach stosowania instytucji budżetu zadaniowego w różnych państwach świata, a nawet wydobyte na światło dzienne pewne osiągnięcia i doświadczenia polskie z tej dziedziny mają podkreślaną już wartość poznawczą jako źródło nowej wiedzy. Powstaje jednak pytanie: do kogo adresowana jest recenzowana książka.

Myślę, że można wyodrębnić trzy grupy potencjalnych odbiorców treści zawartych w tej książce.

Pierwsza grupa to praktycy dysponujący nie tylko niezbędną wiedzą teoretyczną, ale również doświadczeniem i dobrą znajomością tzw. polskich realiów. Należałoby im powierzyć zadanie przygotowania stosownych projektów ustaw, bez których realizacja ambitnych celów formułowanych w początkowych fragmentach książki wydaje się niemożliwa.

Druga grupa to naukowcy, zajmujący się dyscypliną określaną przez J.E. Stiglitz'a jako ekonomia sektora publicznego. Zwłaszcza informacje pochodzące z wielu, niekiedy odległych krajów świata, a dotyczące racjonalizacji – poprzez budżet zadaniowy – publicznej gospodarki finansowej, mogą okazać się przydatne zarówno jako inspiracja dalszych badań naukowych, jak też do celów dydaktycznych.

Trzecią grupą potencjalnych Czytelników recenzowanej książki mogą być studenci uniwersyteckich wy-

działów ekonomicznych oraz samodzielnych uczelni ekonomicznych, poszukujący nowych pomysłów np. do przygotowania rozpraw promocyjnych.

Kończąc omawianie książki pt. „Budżet zadaniowy w Polsce”, chcę podkreślić niewątpliwy wysiłek włożony w jej przygotowanie przez zespół autorski pod kierunkiem T. Lubińskiej. Niestety ze względów głównie obiektywnych książka ta jest w istocie zbiorem materiałów źródłowych, a więc *sui generis* „półproduktem”. Dla ułatwienia percepcji zawartych w nim treści pozwolę sobie przypomnieć potencjalnym Czytelnikom, że od paru lat ukazują się publikacje dotyczące omawianej tu problematyki.

Tytułem przykładu podać można dwa numery specjalne czasopisma „Kontrola Państwowa”. Pierwszy z nich (nr 1 z 2004 r.) zawiera materiały z dyskusji rozszerzonego kolegium NIK na temat racjonalizacji wydatków publicznych; w drugim (nr 2 z 2006 r.) opublikowano podobny materiał z dyskusji na temat naprawy finansów publicznych.

Zwracam też uwagę na dwutomowe wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej zawierające materiały z konferencji poświęconej ekonomicznym i prawnym problemom racjonalizacji wydatków publicznych (Głuchowski et al. 2005).

Z publikacji najnowszych warto zwrócić do książki Marka Dylewskiego (2007) oraz do artykułu, którego Autorką jest Elżbieta Chojna-Duch (2007). Artykuł ten zawiera interesujące uwagi dotyczące m.in. budżetu zadaniowego.

Wskazane wyżej propozycje literatury są adresowane raczej do teoretyków, naukowców, wykładowców akademickich oraz studentów. Praktycy powinni natomiast uzupełnić wiedzę czerpaną z recenzowanej książki, zapoznając się z materiałami szkoleniowymi pt. „Budżet zadaniowy”, przygotowanymi w Instytucie Badań nad Gospodarką Rynkową przez tak znanych specjalistów jak Elżbieta Malinowska-Misiąg, Wojciech Misiąg i Marcin Tomalak; materiały te zostały wydane w 2007 r. przez Kancelarię Prezesa Rady Ministrów.

Drugim rekomendowanym przeze mnie uzupełnieniem recenzowanej książki jest raport z prac nad reformą budżetową państwa, dzięki którym powstał budżet w układzie zadaniowym, dla większości dysponentów budżetu państwa dostępny w Internecie na stronie <http://www.budzetzadaniowy.gov.pl>. Jest to pierwszy krok w kierunku zbudowania skutecznego instrumentarium efektywnego zarządzania publicznymi zasobami pieniężnymi. Powodzenie tego ambitnego przedsięwzięcia będzie zależało nie tylko od stabilizacji gospodarczej, ale także od konsekwentnej, pozytywnej postawy decydentów politycznych wobec zmian, których celem jest przecież dobro Polski.

Bibliografia

- Chojna-Duch E. (2007), *Po co zmieniać ustawę o finansach publicznych?*, „Europejski Doradca Samorządowy”, nr 2.
- Denek E., Sobiech J., Wolniak J. (1995), *Finanse publiczne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Dylewski M. (2007), *Planowanie budżetowe w podsektorze samorządowym. Uwarunkowania, procedury, modele*, Difin, Warszawa.
- Fedorowicz Z. (1984), *Racjonalny system finansowy. Główne kierunki reform*, PWE, Warszawa.
- Głuchowski J., Pomorska A., Szołno-Koguc J. (red.) (2005), *Ekonomiczne i prawne problemy racjonalizacji wydatków publicznych*, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin.
- Malinowska-Misiąg E., Misiąg W., Tomalak M. (2007), *Budżet zadaniowy*, Kancelaria Prezesa Rady Ministrów, Warszawa.
- Owsiak S. (1995), *System finansów publicznych w procesie transformacji gospodarki polskiej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Owsiak S. (red.) (2002), *Budżet władz lokalnych*, PWE, Warszawa.
- Owsiak S. (2005), *Finanse publiczne. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Wernik A. (2007), *Finanse publiczne. Cele. Struktury. Uwarunkowania*, PWE, Warszawa.

Włodzimierz Szpringer, Wojciech Rogowski (red.), *Ocena skutków regulacji – poradnik OSR, doświadczenia, perspektywy*

Review of the book edited by Włodzimierz Szpringer, Wojciech Rogowski, *Regulation Effects Assessment – Handbook Assessment, Experiences, Prospects*

C.H. Beck, Warszawa 2007

*Jacek Brdulak**

Kiedy w pracach Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego (PTE) spotkałem się z problemem ekonomicznej oceny skutków zmian prawa, porażająca stała się dla mnie świadomość, że do tej pory traktowano w Polsce ten problem po macoszemu. Nikomu specjalnie, a szczególnie politykom, nie zależało na rzetelnym przedstawianiu ekonomicznych, kompleksowych skutków „radosnej” często twórczości legislacyjnej państwa. Dopiero w końcu lat 90. postulaty wąskiej grupy specjalistów uzyskały instytucjonalne wsparcie. Polska w procedurze przystąpienia do konwencji o OECD przyjęła zalecenie C (95)21 Rady OECD z 9.3.1995 r. w sprawie poprawy jakości regulacji (Uchwała Rady Ministrów nr 61/96 w sprawie przystąpienia do konwencji o OECD). Nakładało ono na polski rząd wiele obowiązków, choćby zadanie zapewnienia wysokiej jakości nowych regulacji prawnych, eliminację nieskutecznych i nieefektywnych aktów prawnych, wkomponowanie w krajowe rozwiązania regulacyjne licznych porozumień międzynarodowych czy zwiększenie jawności działań publicznych i ich wrażliwości na problemy społeczne. Nastąpiło to w okresie, w którym najpierw intensywnie staraliśmy się o akcesję do Unii Europejskiej, a później przystępowaliśmy do ogrom-

nego zadania dostosowania naszego systemu prawnego do wymogów Wspólnoty Europejskiej. Jak trudne i złożone są to procesy, przekonujemy się do dzisiaj.

Recenzowana książka traktuje właśnie o tych zagadnieniach, będąc zarazem przewodnikiem i poradnikiem przeprowadzania oceny skutków regulacji prawnych. Ze względu na praktyczne znaczenie poruszanych spraw stała się jedną z najważniejszych pozycji na naszym rynku księgarskim. Jej znaczenia nie można przecenić, gdyż praktyczna wiedza Autorów dzieła związana jest z konkretnym, wymiernym liczeniem kosztów opracowywanego prawa. Prawdziwym problemem jest natomiast to, że tych Autorów jest tak niewielu i do tego stanowią oni prawie całą, niezwykle elitarną grupę kompetentnych osób w Polsce, chcących się zajmować ekonomicznymi skutkami zmian prawa. Trudno mi pisać o tym bez emocji, ale karty książki ukazują dramatyzm walki o ekonomiczny sens, racjonalność i efektywność polskiego prawa (por. s. 7-10). Standardy obowiązujące w krajach OECD wymusiły we wrześniu 2001 r. wprowadzenie instrumentu oceny skutków regulacji (OSR) do polskiej legislacji na poziomie rządowym. Zespół powołany przez Ministra Gospodarki otrzymał zadanie opra-

* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Katedra Geografii Ekonomicznej

cowania metodologii OSR. Z pomocą W. Orłowskiego powstały propozycje systemu oceny skutków zmian prawa, ale nie doczekały się szerszego upowszechnienia. Brakowało podręczników, instrukcji, szczegółowych procedur. W lipcu 2003 r. Rada Ministrów zatwierdziła „Metodologiczne podstawy oceny skutków regulacji (OSR)” do wykorzystania jako zasady dokonywania oceny przewidywanych skutków (kosztów i korzyści) projektów rządowych aktów normatywnych¹. Od końca 2001 r. do połowy 2003 r. istniał formalny wymóg sporządzania OSR do każdego projektu aktu normatywnego, mimo braków metodologicznych oraz niesprecyzowanego zakresu tych ocen. Autorzy książki udowadniają (rozdz. 3 i 4), że ten stan rzeczy miał istotny wpływ na jakość opracowywanych wtedy projektów aktów prawnych.

Rozpoczęła się prawdziwa batalia o poprawę jakości tworzonego prawa. Zatrudniano specjalistów, często młodych, obiecujących, z podwójnymi, ekonomiczno-prawnymi fakultetami. Umożliwiano im szkolenia krajowe i zagraniczne, zachęcano do publikacji, pisania doktoratów. Zwalczano heroicznie praktykę wnoszenia projektów ustaw bez OSR oraz tak krytykowane przez J. Winczorka powierzchowność i niechlujstwo przeprowadzanych ocen. Najgorsze było niezadowolenie decydentów. Jedni obrażali się za samo poddawanie ocenie poszczególnych projektów aktów prawnych, inni przekonywali o bezdyskusyjnym primacie polityki nad ekonomią, jeszcze inni krytykowali same OSR. Rządowe Centrum Legislacji (RCL) nie spełniało warunków silnego ośrodka koordynacyjnego, a ministerstwa nie musiały uwzględniać jego opinii. Dramat nastąpił na przełomie 2005 i 2006 r., gdy zlikwidowano jednostkę ds. oceny skutków regulacji w RCL, a następnie w wyniku kolejnej reorganizacji zlikwidowano Rządowe Centrum Studiów Strategicznych (RCSS), które w ramach rządu realizowało zadania oceny i koordynacji OSR. Istniejący w RCSS departament OSR miał szansę stać się placówką rozwijającą i standaryzującą metodologię OSR.

W październiku 2006 r. Rada Ministrów zatwierdziła powstały w ramach Programu Reformy Regulacji 2005–2007 dokument pt. „Wytyczne do oceny skutków regulacji (OSR)”. Jego zastosowanie nie było jednak obligatoryjne ze względu na brak odpowiedniego zapisu w Regulaminie pracy Rady Ministrów (s. 10). Kancelaria Prezesa Rady Ministrów (KPRM) objęła po Rządowym Centrum Legislacji funkcję koordynatora sporządzania OSR oraz koordynatora zakresu konsultacji społecznych. Tym samym wzmocniono funkcję kontroli OSR i przekazano ją faktycznie KPRM. Problemem pozostają obecnie niewystarczające zasoby kadrowe zespołu ds. oceny skutków regulacji w KPRM. Jeżeli Kancelaria uzyska możliwość blokowania złych jakościowo projektów aktów prawnych, słabości te nabiorą szczególnie znaczenia (s. 47).

Specjalnie więcej miejsca poświęciłem wątkowi historycznemu, by unaocznić rangę poruszanych w książ-

ce zagadnień jakości tworzonego prawa. Chyba pierwszy raz w historii Polski zawiązał się sojusz ekonomistów i prawników zainteresowanych racjonalnymi procesami legislacyjnymi w państwie. I nie ma znaczenia, że zmobilizowała nas do działania Wspólnota Europejska. Nie wolno zaprzepaścić tej szansy instytucjonalnego rozwoju, tym bardziej że mamy jeszcze bardzo dużo do zrobienia w sferze kształtowania prawnych ram życia społeczno-gospodarczego.

Wartość recenzowanej książki nie polega oczywiście na wywoływaniu refleksji historycznej. Jest ona poradnikiem umożliwiającym prace nad oceną i doskonaleniem projektów aktów prawnych. Zawiera ocenę skutków regulacji w projektach aktów prawnych dotyczących sektora finansowego, finansów publicznych, konkurencji i konsumpcji, ze szczególnym uwzględnieniem żywiłowo rozwijającej się komunikacji elektronicznej. Traktuje o ocenie społeczno-gospodarczych skutków regulacji upadłości konsumenckiej, analizuje relacje między OSR a praktyką sądową (rozdz. 6–10). Wyodrębnioną częścią rozważań jest nowa metodologia oceny skutków regulacji ukazana na tle dotychczasowych doświadczeń (rozdział 11. i nast.). Chciałbym w tym miejscu podkreślić znaczenie załącznika do rozdziału 14. („Ocena skutków przepisów a perspektywa wdrożenia reformy regulacji”), w którym Autorzy omawiają jednostki, instrumenty i procedury wykonawcze proponowanego Polskiego Systemu Regulacyjnego. W sumie uzyskujemy tu obraz docelowego funkcjonowania systemu OSR, co w połączeniu z rzetelnym, kompetentnym obrazem dotychczasowych dokonań w tym zakresie całościowo nasświetla omawianą problematykę.

Należy zauważyć, że poszczególne części i rozdziały recenzowanej książki otwierają dyskusję na temat dalszych prac nad rozwijaniem metodyki i wdrażaniem OSR. Rozdziały: 1. („Problemy metodologiczne oceny skutków regulacji w Polsce”, autorstwa Wojciecha Rogowskiego oraz Włodzimierza Szpringera), 2. („Propozycja metodologii oceny skutków regulacji z 2001 r.”, napisany przez Witolda Orłowskiego) oraz 3. i 4., na temat polskiej praktyki funkcjonowania OSR, autorstwa Radosława Zubka i Katarzyny Karpińskiej, są metodologiczną podstawą wprowadzania OSR. Ukazują ją na historycznym tle polskiej praktyki wdrażania ocen skutków regulacji, także w kontekście naszego członkostwa w Unii Europejskiej (tekst Małgorzaty Kałużyńskiej na temat oceny wpływu legislacji unijnej i jej oddziaływania na rozwiązania krajowe).

Powyższe rozdziały stanowią pierwszą część książki. Na drugą część składają się rozdziały:

– 6.: „Ocena skutków regulacji a finanse publiczne – jak wykorzystać potencjał?”, napisany przez Dorotę Poznafińską; przenosi on nas w niezwykle „gorącą” sferę finansów publicznych, w których należy oczekiwać wielu nowych rozwiązań prawnych, oby o najwyższym poziomie legislacyjnym;

¹ Wymagane w par. 9 ust. 2. Regulaminu pracy Rady Ministrów z 2002 r.

– 7.: „Ocena skutków regulacji w projektach aktów prawnych dotyczących sektora finansowego”, autorstwa Pawła Kłosiewicza, omawia specyfikę regulacji w sektorze finansowym i jest punktem wyjścia do dalszego doskonalenia OSR dla całego sektora;

– 8.: „Kluczowe dylematy OSR w ochronie konkurencji i konsumenta oraz komunikacji elektronicznej”, Włodzimierza Szpringera, traktuje o nowoczesnych, współczesnych przejawach życia społeczno-gospodarczego, które muszą się doczekać regulacji prawnych o wysokiej jakości, tak by nie powodowały strat ekonomicznych i wzrostu uciążliwości życia nas wszystkich;

– 9.: „Rola interesariuszy w ocenie skutków społeczno-ekonomicznych projektu ustawy o upadłości konsumenckiej”, autorstwa Stanisława Kasiewicza i Waldemara Rogowskiego, dotyczy konkretnego projektu legislacyjnego, ale o wielkim znaczeniu i zasięgu społecznym;

– 10.: „OSR a praktyka sądowa”, napisany przez Tomasza Czecha i Aleksandra Wernera, reprezentujących kręgi radców prawnych, ukazuje aplikacyjne znaczenie prac nad poprawą jakości nowych przepisów prawnych.

Wymienione wyżej rozdziały książki dają podstawę do nakreślenia perspektyw rozwoju ocen skutków regulacji w nadchodzących latach. W kolejnych rozdziałach części III recenzowanej pozycji Autorzy proponują nową metodologię OSR (Anita Palukiewicz i Marcin Gancarz), rozwijają problematykę OSR w projektach aktów prawnych sektora finansów publicznych (Jarosław Wierzbiński z SGH) oraz sugerują możliwość wykorzystywania OSR przez Trybunał Konstytucyjny (Marcin Matczak, Piotr Pawłowski). Perspektywy wdrożenia reformy regulacji w tej niezwykle praktycznej części książki przedstawili w swoim rozdziale Janusz Paczocha i Wojciech Rogowski.

Poradnik nie byłby kompletny bez przedstawienia perspektywy wdrożenia reformy regulacji oraz ostatnie,

czwartej części książki, w której przygotowujący OSR otrzymuje algorytm dziewięciu obowiązujących w analizie kroków. Są one zilustrowane przykładami z praktyki legislacyjnej i gospodarczej.

W rezultacie nie pozostaje nic innego, jak zapatrzeć się w omawianą książkę i zacząć wdrażać analizy skutków ekonomicznych zmian w prawie. Taki partycypacyjny system regulacji oznacza ograniczenie woluntaryzmu decydentów politycznych, nieformalnego lobbingu, „kreatywności” posłów i radnych, zmniejszenie liczby uznaniowych decyzji administracyjnych. Równocześnie zwiększa obowiązek urzędników, wydłuża procedury legislacyjne, zwiększa jawność funkcjonowania administracji publicznej (s. 182). Nie dziwią więc perypetie z wprowadzaniem OSR do naszego życia społeczno-gospodarczego. W pełni wdrożona reforma regulacji zasługuje, zdaniem Autorów książki, na miano „samoograniczającej się rewolucji” w strukturach decyzyjnych państwa. Jest to reforma, która znosi samozachowawcze nawyki administracji, przewycięża pokusę działań nietycznych, ogranicza uznaniowość, biurokrację i ostatecznie korupcję (s. 182).

Na koniec chciałbym zwrócić uwagę na bardzo staranne wydanie recenzowanej książki. Dla wydawnictwa o charakterze instruktażowym ma to szczególne znaczenie. Wywody autorskie są starannie zredagowane, bogato zilustrowane tabelami i rysunkami. Obszerna treść podawana jest najczęściej z prawdziwie prawniczą dokładnością, bez zbędnego odbiegania od tematu. Syntetyczna, precyzyjna narracja jest tu wielką zaletą i ułatwia wykorzystywanie książki-poradnika.

Podsumowując, na rynku księgarskim ukazała się niezwykle ważna pozycja, która powinna odegrać, zdaniem piszącego te słowa, istotną rolę w podnoszeniu jakości procesów tworzenia prawa w państwie polskim.

Sławomir Antkiewicz, *Rynek dłużnych papierów wartościowych w Polsce. Instrumenty. Innowacje. Perspektywy*

Review of the book by Sławomir Antkiewicz, *The Debt Securities Market in Poland. Instruments. Innovation. Outlook*

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2006

*Marek Panfil**

1. Wstęp

Spadek stopy inflacji w porównaniu z latami 90. spowodował, że koszt pozyskania kapitału obcego (w tym emisja obligacji) znacznie się obniżył. Przyczyni się to niewątpliwie do coraz częstszego finansowania, szczególnie przez przedsiębiorstwa, rozwoju długiem (m.in. emisji instrumentów wierzytelnościowych) zamiast kapitałem własnym (sprzedaż udziałów, emisja akcji).

W tym kontekście widać, że recenzowana publikacja Sławomira Antkiewicza jest pod każdym względem aktualna. Autor interesująco omawia tradycyjne i nowe instrumenty dłużne, diagnozuje stan rozwoju rynku papierów dłużnych w Polsce i próbuje prognozować kierunki rozwoju jego poszczególnych segmentów.

2. Książka na tle literatury przedmiotu

Literatura przedmiotu jest w Polsce dość bogata, jednak trudno wskazać podobną publikację o tak komplekso-

wym i jednocześnie zwięzłym charakterze. Interesującą pozycją jest książka W. Czapli (1996), jednak dotyczy ona wyłącznie obligacji komunalnych według stanu prawnego sprzed nowelizacji ustawy o obligacjach w 2000 r. Z kolei A. Bartnik (1998) koncentruje się głównie na uwarunkowaniach prawnych, dotyczących obligacji. Prezentuje ona jedynie dwa przypadki obligacji ze świadczeniem niepieniężnym. Jedyną książką dość szeroko opisującą teorię obligacji (wraz ze wzorami) jest pozycja autorstwa W. Dębskiego (1997). Autor ten prezentuje rynek obligacji w Polsce w innej swojej książce (Dębski 2007). Podręcznikowy charakter tej ostatniej książki powoduje jednak, że poszczególne typy obligacji zajmują bardzo mało miejsca (średnio – jeden rodzaj obligacji to jedna strona). Z kolei D. Dziawgo (1998) przedstawia wyłącznie międzynarodowy rynek obligacji. Za ciekawą pozycję uznać należy książkę autorstwa E. Faerber (1996), jednak opisuje ona wyłącznie realia amerykańskiego rynku obligacji.

Recenzowana publikacja stanowi kontynuację poprzedniej książki S. Antkiewicza (2002). Autor skon-

* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Katedra Small Businessu

centrował się w niej na zagadnieniach prawnych, jednak niewiele miejsca poświęcił problematyce obligacji przedsiębiorstw. Ważną książką z dziedziny obligacji jest także publikacja autorstwa L. Sobolewskiego (1999), jednak stanowi ona wyłącznie pogłębioną analizę prawną. Inną istotną publikacją jest praca J. Utkin (1999), w której Autorka skupia się na matematyce obligacji skarbowych.

Wspomniane powyżej książki koncentrują się na konkretnym problemie i w przeciwieństwie do recenzowanej publikacji S. Antkiewicza – nie obejmują całego rynku walorów dłużnych.

3. Zawartość merytoryczna książki

Książka S. Antkiewicza składa się z 18 rozdziałów, wśród których pozwoliłem sobie wyodrębnić 7 zagadnień, a mianowicie:

1. Teoria instrumentów dłużnych (rozdziały 1. i 7.)
2. Diagnoza rynku instrumentów dłużnych w Polsce wraz z perspektywą ich rozwoju (rozdziały 2., 5., 6. i 8.)
3. Charakterystyka klasycznych instrumentów dłużnych (rozdziały 3., 4. oraz 9–12)
4. Charakterystyka innowacyjnych instrumentów dłużnych (rozdział 13.)
5. Sekurytyzacja aktywów (rozdział 14.)
6. Instrumenty pochodne bazujące na dłużnych papierach wartościowych (rozdział 15.)
7. Fundusze inwestycyjne i firmy zarządzające aktywami jako inwestorzy na rynku dłużnym (rozdziały 16. i 17.).

Recenzowaną pracę rozpoczyna prezentacja istoty instrumentów dłużnych (rozdział 1.). Autor opisuje je na tle papierów wartościowych oraz charakteryzuje obligacje przedsiębiorstw w świetle teorii struktury kapitałowej (rozdział 7.). S. Antkiewicz słusznie zauważa, że teorie uwzględniające podatki dochodowe mogą być stosowane w Polsce pod warunkiem ich adaptowania do obowiązującego systemu podatkowego.

Kolejnym zagadnieniem poruszonym w książce jest diagnoza rynku instrumentów dłużnych w Polsce. W rozdziale 2. Autor prezentuje organizacyjną (Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), Centralna Tabela Ofert (CeTO), Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW) i prawną infrastrukturę rynku. Rozdziały 5. i 6. przedstawiają stan regulacji prawnych w zakresie emisji obligacji klasycznych oraz obligacji zamiennych na akcje. Popularność tych ostatnich zdaniem Autora powinna rosnąć w perspektywie kilku lat, po osiągnięciu dojrzałości przez polski rynek kapitałowy. Rozdział 8. zawiera podsumowanie rozwoju rynku obligacji przedsiębiorstw w Polsce. Zdaniem Autora znowelizowana ustawa o obligacjach (z 29 czerwca 2000 r.) zliberalizowała zasady emisji i obrotu obligacjami,

a w konsekwencji ożywiła ten segment polskiego rynku kapitałowego. Należy zgodzić się z Autorem, że wciąż mamy do czynienia z pewną asymetrią rozwoju poszczególnych segmentów rynku kapitałowego: z jednej strony silny rozwój rynku akcji i obligacji skarbowych, z drugiej niedorozwój długoterminowych papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa. Jak słusznie zauważa Autor, w krajach rozwiniętych emisja tych papierów jest jedną z trzech podstawowych form pozyskiwania kapitału przez spółki (obok emisji akcji i zaciągania kredytów inwestycyjnych).

Wiele miejsca Autor poświęca charakterystyce poszczególnych instrumentów dłużnych, mianowicie: obligacji klasycznych (rozdział 3.), obligacji zamiennych na akcje (rozdział 4.), krótkoterminowych papierów dłużnych (rozdział 9.), obligacji samorządowych (komunalnych) (rozdział 10.), skarbowych papierów wartościowych (rozdział 11.), bankowych instrumentów dłużnych (rozdział 12.). Autor trafnie prezentuje bariery rozwoju segmentu krótkoterminowych papierów dłużnych (KPD) w Polsce i udowadnia, że maleje zainteresowanie inwestorów emisjami KPD na rzecz papierów o dłuższych terminach wykupu. Zdaniem Autora polskie emisje obligacji komunalnych stanowią próbę przeniesienia na nasz rynek zasad finansowania samorządów amerykańskich. W Stanach Zjednoczonych główną zachętą dla inwestorów są jednak zwolnienia podatkowe powiązane z obejmowaniem obligacji komunalnych, w przeciwieństwie do polskiego systemu prawnofinansowego. Autor udowadnia także, że wśród skarbowych papierów wartościowych największe znaczenie mają w Polsce obligacje skarbowe, następnie bony skarbowe i na końcu oszczędnościowe obligacje detaliczne. Spośród bankowych instrumentów dłużnych S. Antkiewicz charakteryzuje bony pieniężne, certyfikaty depozytowe, bankowe obligacje detaliczne, listy zastawne, instrumenty depozytowe (lokaty rentierskie, lokaty dynamiczne, lokaty z dopłatami, lokaty gwarantowane, lokaty dwuwalutowe).

W dalszej części książki Autor prezentuje innowacyjne instrumenty dłużne, tj. obligacje śmieciowe, katastroficzne i inne o charakterze dłużno-właścicielskim (rozdział 13.). Zwraca uwagę, że rynek wysoko oprocentowanych obligacji śmieciowych (o stałej stopie dochodu) w Stanach Zjednoczonych, po okresie załamania w latach 80. ponownie cieszy się zainteresowaniem emitentów i inwestorów. Papiery te są mało rozpowszechnione w Polsce, natomiast rośnie ich popularność w Europie, stąd Autor prognozuje systematyczny wzrost liczby emisji i wielkości rynku obligacji śmieciowych w Polsce. Autor prezentuje także nowy rodzaj obligacji, nieobecnych jeszcze na polskim rynku, a mianowicie obligacji katastroficznych, które jego zdaniem mogłyby się sprawdzić jako optymalne instrumenty zabezpieczania się przed stratami na skutek powodzi. Ciekawą światową praktyką (jeszcze nieobecną w Polsce) są instrumenty

finansowe, które łączą cechy akcji i obligacji. S. Antkiewicz wspomina o zamiennych obligacjach hybrydowych, uprzywilejowanych akcjach zamiennych, bonach opcyjnych z płynną stopą zwrotu, obligacjach o dzielnym kuponie, obligacjach z warrantem.

W rozdziale 14. Autor charakteryzuje transakcje sekurytyzacji aktywów. Do tej pory zrealizowano w Polsce zaledwie kilka tego typu transakcji. Autor słusznie zwraca uwagę, że banki w Polsce nie mają wielu powodów, by pozbywać się kredytów udzielonych klientom, czyli sprzedawać swoje wierzytelności.

Rozdział 15. dotyczy instrumentów pochodnych bazujących na dłużnych papierach wartościowych. Zdaniem Autora przyszłość pochodnych opiewających na obligacje jest coraz bardziej optymistyczna, co wynika z coraz wyższej płynności rynku bazowego (m.in. na MTS-CeTO). S. Antkiewicz stawia pytanie: Czy przyszłość rynku pochodnych obligacyjnych należy wiązać z rozwojem CeTO jako platformy obrotu obligacjami, czy też z wprowadzeniem kolejnych kontraktów terminowych na GPW.

W ostatnich dwóch rozdziałach Autor prezentuje ważnych inwestorów papierów dłużnych, a mianowicie fundusze inwestycyjne (rozdział 16.) i firmy zarządzające aktywami (rozdział 17.). Prognozuje, że w latach 2007–2009 nastąpi znaczny wzrost rynku funduszy inwestujących w papiery dłużne, tłumacząc to rozszerzeniem dostępnej oferty inwestycyjnej. Należy

zgodzić się z S. Antkiewiczem, że struktura aktywów finansowych Polaków powoli będzie się upodabniać do tej, jaka występuje w europejskich średnio zamożnych krajach, co oznacza, że przynajmniej co czwarty zaoszczędzony złoty zostanie powierzony funduszowi inwestycyjnemu. Gros tych środków trafi do funduszy, które inwestują w dłużne papiery wartościowe.

Słabością recenzowanej publikacji jest brak studiów przypadków, które zdecydowanie wzmocniłyby praktyczną aplikację opisywanych zagadnień.

4. Podsumowanie

Publikacja S. Antkiewicza z pewnością odegra istotną rolę w edukowaniu przedsiębiorców, menedżerów, analityków i doradców rynku kapitałowego oraz podmiotów inwestujących w papiery dłużne. Niewątpliwie jest to również cenna pozycja dla twórców prawa finansowego w Polsce.

Książka powinna stać się ważną lekturą dla studentów wydziałów: ekonomicznych, finansów i zarządzania, bankowości, prawa oraz dla słuchaczy studiów MBA i studiów podyplomowych.

Warto dodać, że książkę czyta się dość łatwo, co może być ważne dla Czytelników nieobeznanych z założeń poruszanej tematyki.

Bibliografia

- Antkiewicz S. (2002), *Akcje i obligacje w finansowaniu przedsiębiorstw*, Zarządzanie i Finanse, Warszawa.
- Bartnik A. (1998), *Obligacje zamienne i obligacje z prawem pierwszeństwa*, Lege Artis, Kraków.
- Czapla W. (1996), *Obligacje komunalne i mieszkaniowe*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
- Dębski W. (1998), *Akcje, obligacje i ich wycena*, Wydawnictwo ABSOLWENT, Łódź.
- Dębski W. (2007), *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Dziawgo D. (1998), *Credit-rating: ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Faerber E. (1996), *Wszystko o obligacjach*, WIG-Press, Warszawa.
- Sobolewski L. (1999), *Obligacje i inne papiery dłużne*, C.H. Beck, Warszawa.
- Utkin J. (1999), *Obligacje skarbowe w Polsce: modele wyceny i ryzyka*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.