

## Andrzej Wernik, *Finanse publiczne*

### Review of the book by Andrzej Wernik, *Public Finance*

Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007

*Barbara Woźniak\**

Na rynku wydawniczym znajdujemy wiele opracowań dotyczących finansów publicznych, ale w przypadku książki Andrzeja Wernika mamy sytuację wyjątkową, ponieważ nareszcie ukazała się pozycja od dawna oczekiwana, stanowiąca syntezę dotychczasowego, długetniego dorobku i przegląd poglądów Autora.

Zgodnie z zapowiedzią zawartą we wstępie książka stanowi wykład poświęcony problematyce finansów publicznych, przeprowadzony w przystępnej formie, objaśniający zjawiska i kategorie finansowe w sposób jasny i prosty, a zarazem uwzględniający dorobek myśli naukowej w tej dziedzinie. Przejrzystość prowadzonego wywodu wynika już z samej struktury opracowania, na które składa się dziesięć rozdziałów, omawiających najważniejsze problemy finansów publicznych ułożone w logiczną i spójną całość oraz aneks zawierający historię przemian i reform przeprowadzonych w Polsce w latach 1989–2005. Te najważniejsze problemy finansów publicznych to: oparte na konkretnych podstawach prawnych zasady wydatkowania środków publicznych i ich gromadzenia, kwestie równowagi budżetowej i skutków braku tej równowagi, a w szczególności występowania długu publicznego oraz polityki gospodarowania środkami publicznymi (polityki fiskalnej), ze wskazaniem roli najważniejszego instrumentu tej polityki, jakim jest budżet państwa.

Rozdział pierwszy jest poświęcony określeniu podstawowych pojęć finansów publicznych, a z tym, jak

wiadomo, w literaturze ekonomicznej są problemy. Praktycznie każdy autor zajmujący się finansami publicznymi próbuje na początku swojego dzieła skonstruować spójny system pojęć, którymi dalej się posługuje, uwzględniając dorobek teoretyczny i praktyczny (w tym regulacje prawne) zarówno ogólnosiwiatowy, jak i krajowy. Dzieje się tak dlatego, że w odróżnieniu od nauk ścisłych nie mamy w naukach finansowych obowiązującego, opartego na jednolitej konwencji, aparatu pojęciowego opisującego wszystkie zjawiska i instytucje. Z drugiej strony trzeba jednak przyznać, że w dziedzinie finansów publicznych większość z nich jest przedmiotem uregulowań prawnych, niestety często niedoskonałych.

Autor omawianej książki definiuje na początku finanse publiczne jako system finansowania zadań władzy państwowej, tj. władz centralnych i samorządu terytorialnego. Jego podejście ma charakter podmiotowy, dlatego określa podstawowe instytucje i formy organizacyjne finansów publicznych, w tym fundusze publiczne (budżety i fundusze celowe), Skarb Państwa, jednostki organizacyjne (jednostki budżetowe, gospodarstwa pomocnicze, zakłady budżetowe), inne państwowe lub samorządowe osoby prawne. Zastosowanie tego podejścia do wyznaczenia zakresu sektora finansów publicznych jest zgodne z regulacjami ustawy z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych, które trudno uznać za zadowalające. Autor zdaje sobie z tego sprawę, dlatego prezentację sektora finansów publicznych opiera na systemie rachunków narodowych ESA'95, przedstawiając zbiorczy bilans tego sektora w 2005 r. Szkoda, że nie

\* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Ekonomiczno-Społeczne, Katedra Skarbowości

podjęto w książce próby wyraźnego określenia również sektora publicznego, gdyż jego zdefiniowanie nastęrcza badaczom tej problematyki wielu trudności, szczególnie gdy stosują podejście interdyscyplinarne lub analizują problemy zarządzania publicznego.

Rozdział pierwszy kończy się omówieniem prawnych podstaw gospodarowania środkami publicznymi w ujęciu historycznym. Zawiera rozważania na temat regulacji dotyczących poboru danin publicznych w Europie Zachodniej i wykorzystywania budżetu do planowania dochodów i wydatków państwa. Autor nie eksponuje znaczenia, jakie dla rozwoju nauki skarbowości w Polsce miały pierwsze budżety z drugiej połowy XVIII wieku. Koncentruje się na okresie międzywojennym i rozwiązaniach przyjętych po drugiej wojnie światowej, poświęcając najwięcej uwagi ustawie z 28 listopada 1998 r. o finansach publicznych, która po licznych nowelizacjach została zastąpiona wspomnianą już ustawą z 30 czerwca 2005 r. Interesujące są tu spostrzeżenia dotyczące zarówno walorów, jak i mankamentów przyjętych oraz projektowanych regulacji ustawowych.

Kolejne dwa rozdziały są poświęcone systematyce wydatków i dochodów publicznych z uwzględnieniem kategorii rozchodów i przychodów. Wydatki Autor klasyfikuje według następujących kryteriów: wpływ na stan majątku publicznego, związek z ostatecznym wykorzystaniem produktu krajowego brutto, wpływ na bilans płatniczy, powtarzalność w czasie, charakter powiązania z zadaniami państwa oraz przeznaczenie. Na uwagę zasługuje charakterystyka wydatków transferowych, do których zostały zaliczone wynagrodzenia pracowników sektora finansów publicznych, oraz klasyfikacje według dwu ostatnich kryteriów spośród wyżej wymienionych. W pierwszej klasyfikacji wyróżniono wydatki podstawowe, polegające na bezpośrednim, bieżącym finansowaniu zadań władz państwowych oraz koszty obsługi długu – pośrednio związane z tymi zadaniami. Druga klasyfikacja obejmuje: wydatki związane z podstawowymi funkcjami państwa (Autor uwzględnił tu funkcje publiczne *sensu stricto*), wydatki socjalne, wydatki prorozwojowe oraz wydatki na obsługę długu (wraz z wydatkami ponoszonymi z tytułu udzielonych poręczeń i gwarancji, co budzi uzasadnione wątpliwości). Osobną uwagę Autor poświęca największej grupie wydatków budżetu państwa, jaką stanowią dotacje i subwencje, oraz porównaniom międzynarodowym sięgającym końca XIX wieku.

Dochody i przychody publiczne zostały zdefiniowane na podstawie regulacji ustawowych odnoszących się do różnych kategorii środków publicznych. Wskazano liczne mankamenty legislacyjne w tej dziedzinie, m.in. dotyczące tzw. renty emisyjnej, czyli wpłat zysku NBP do budżetu państwa. Klasyczna systematyka dochodów została wzbogacona charakterystyką polskiego systemu podatkowego oraz analizą obciążeń fiskalnych sektora prywatnego, mierzonych relacją dochodów pu-

blicznych do PKB. Ciekawe jest stanowisko Autora wobec klina podatkowego, którego rzeczywiście nie można uniknąć, ale z pewnością nie powinno się powiększać ze względu na jego negatywny wpływ na zatrudnienie i wzrost gospodarczy.

Rozdział czwarty zawiera analizę deficytu sektora finansów publicznych i jego najważniejszego segmentu – budżetu państwa. Obok niezwykle istotnych kwestii pojęciowych Autor porusza w nim problemy metodologiczne dotyczące obliczania wielkości deficytu, jak również problem manipulacji rachunkowych zmniejszających wielkość deficytu budżetu państwa i tym samym deficytu całego sektora finansów publicznych. Manipulacje te wiążą się m.in. z rozliczaniem przychodów z prywatyzacji (rekompensata dla FUS składek odprowadzanych do OFE oraz finansowanie niektórych funduszy celowych powstałych po likwidacji środków specjalnych) i prowadzą do powstawania tzw. ujemnego salda przychodów z prywatyzacji, będącego w istocie drugim, obok oficjalnego, deficytem budżetu państwa. Powstaje on dlatego, że „wszystkie (...) desygnacje środków z prywatyzacji na różne cele przewyższają znacznie rzeczywiste przychody z prywatyzacji” i jest finansowany przez emisję skarbowych papierów wartościowych.

Wyraźnie trzeba podkreślić, że recenzowana książka pokazuje w różnych dziedzinach finansów publicznych – nie tylko dotyczących deficytu budżetowego – różne operacje, które iluzorycznie poprawiają obraz finansów państwa, np. w celu uniknięcia sankcji związanych z oceną stopnia spełnienia reguł fiskalnych. W rzeczywistości te operacje, tzw. czynniki jednorazowe, osłabiają skuteczność ustanowionych reguł fiskalnych (krajowych i europejskich), a niektóre są wprost wykorzystywane do ich obejścia. Dlatego są brane pod uwagę przez Komisję Europejską przy ocenie polityki fiskalnej państw członkowskich objętych procedurą nadmiernego deficytu.

W rozdziale czwartym zostały również scharakteryzowane elementy deficytu sektora finansów publicznych i deficytu budżetu państwa, m.in. saldo bieżące, kapitałowe pierwotne, oraz zależności pomiędzy deficytem strukturalnym, cyklicznym i rzeczywistym. Krótko i zwięźle przedstawiono w nim obowiązujące w Unii Europejskiej regulacje traktatowe odnoszące się do procedury nadmiernego deficytu oraz założenia Paktu Stabilności i Wzrostu wraz ze zmianami wprowadzonymi w 2005 r.

Rozdział piąty jest kontynuacją poprzedniego, ponieważ omówiono w nim ekonomiczne skutki występowania i utrzymywania się deficytu sektora finansów publicznych, takie jak: ryzyko monetyzacji deficytu, niebezpieczeństwo eksplozywnego narastania długu publicznego, absorpcję oszczędności prywatnych ograniczającą inwestycje prywatne, pogorszenie oceny wiarygodności finansowej państwa na światowych rynkach finansowych. Autor podaje w wątpliwość wywoływanie efektu wypychania (*crowding out*), wiążąc go ze skalą

redystrybucji budżetowej, a nie deficytu budżetowego. Podważa także dość powszechne wiązanie wzrostu rynkowych stóp procentowych z utrzymywaniem się deficytu budżetowego, wynikające z niedoceniań roli deficytu neutralnego. Tymczasem zależności te nie są jednoznacznie ukierunkowane, ponieważ zachowania inwestorów na rynkach finansowych „są zróżnicowane i zmienne w czasie”. Ponadto istotna jest tu skala deficytu, gdyż „stabilny z roku na rok, a tym bardziej stopniowo malejący deficyt, wzrostu stóp procentowych nie powoduje”. W kwestii negatywnego wpływu deficytu budżetowego na saldo obrotów bieżących w bilansie płatniczym (jest to pogląd często prezentowany w literaturze ekonomicznej) Autor zajmuje stanowisko jednoznacznie polemiczne, podobnie jak w sprawie popytowego efektu deficytu. Na tle przeprowadzonej analizy formułuje przesłanki „miękkiej” i „twardej” polityki fiskalnej i wyraża umiarkowaną aprobatę dla zaleceń skorygowanego w 2005 r. Paktu Stabilności i Wzrostu, odnoszących się do stopniowego ograniczania deficytu corocznie o 0,5 punktu procentowego PKB.

W kolejnym rozdziale Autor omawia problemy związane z finansowaniem deficytów budżetowych oraz deficytów pozostałych segmentów sektora finansów publicznych, które są przyczyną powstawania długu publicznego. Autor krytycznie podchodzi do ustawowej definicji długu publicznego, a także zasad jego liczenia i refinansowania (a nie spłaty). Poświęca również uwagę omówieniu poziomu i struktury długu zarówno w ujęciu liczbowym, jak też według różnych podziałów klasyfikacyjnych. Warto przy tym zwrócić uwagę na określenie długu potencjalnego, na który składają się dwie grupy zobowiązań. Pierwsza dotyczy gwarancji i poręczeń, druga – publicznoprawnego systemu emerytalnego dotowanego z budżetu państwa.

Rozdział szósty kończy się omówieniem problemów związanych z zarządzaniem długiem publicznym, w tym procedur ostrożnościowych określonych w ustawie o finansach publicznych oraz działań minimalizujących koszty obsługi długu i ograniczających ryzyko związane z jego finansowaniem. Problemy te stanowią „wycinek polityki fiskalnej rozumianej jako kształtowanie dochodów, wydatków i równowagi w zakresie finansów publicznych”. Są zatem naturalnym wprowadzeniem do następnego rozdziału dotyczącego polityki fiskalnej.

Rozdział siódmy jest poświęcony analizie redystrybucyjnej, alokacyjnej i stabilizacyjnej polityki fiskalnej. W zakresie polityki redystrybucyjnej omówiono mierzalność skali redystrybucji fiskalnej i czynniki, które na nią wpływają. Analizie poddano również instrumenty aktywnej polityki redystrybucyjnej wykorzystywane w celu zmniejszenia zróżnicowania poziomu dochodów gospodarstw domowych (np. świadczenia społeczne) i poziomu możliwości wydatkowych jednostek samorządu terytorialnego (np. subwencje ogólne). W zakresie polityki alokacyjnej zwrócono uwagę nie tylko na jej skut-

ki ograniczające zasoby sektora prywatnego, ale również na rolę instrumentów pomocy publicznej kierowanej do podmiotów gospodarczych. Przysparzając korzyści beneficjentom może ona zakłócić konkurencję rynkową. Taka doktryna obowiązuje w Unii Europejskiej, dlatego pomoc publiczna jest w niej poddana szczegółowym regulacjom zarówno w pierwotnym, jak i wtórnym prawie wspólnotowym. Autor słusznie zauważa, że pomoc publiczna może być również wykorzystywana w celu eliminowania słabości rynku. Taki jest obecnie kierunek unijnej polityki w zakresie pomocy publicznej (pomocy państwa), której założenia oparto na odnowionej Strategii Lizbońskiej.

Najwięcej uwagi poświęcono w tym rozdziale polityce stabilizacyjnej, w szczególności jej instrumentom, które mogą mieć formę tzw. automatycznych stabilizatorów koniunktury (np. świadczenia socjalne) oraz narzędzi polityki dyskrecyjnej (np. ulgi podatkowe). Instrumenty te mają zastosowanie zarówno po stronie wydatkowej, jak i dochodowej finansów publicznych. Ze względu na ograniczone możliwości wykorzystania w Polsce automatycznych stabilizatorów, tzn. krótką listę instrumentów wydatkowych oraz słabą progresję w podatkach dochodowych, w fiskalnej polityce stabilizowania koniunktury powinny być wykorzystywane – zdaniem Autora – przede wszystkim środki dyskrecyjne, uruchamiane w trybie ustawowym lub na podstawie doraźnych decyzji rządu. Działania stabilizacyjne niezależnie od stosowanych instrumentów wywołują lub zwiększają deficyt sektora finansów publicznych, dlatego Autor podkreśla problem dopuszczalnej skali polityki stabilizacyjnej, w kontekście maksymalnego poziomu deficytu, i formułuje podstawowe zasady polityki dyskrecyjnej. W ten sposób dochodzi do rozróżnienia ekspansywnej, redystrybucyjnej i neutralnej polityki fiskalnej, przy okazji obalając niektóre mity, np. uzasadniające prowadzenie polityki ekspansywnej dopuszczającej wzrost deficytu, w wyniku obniżenia podatków, w celu przyspieszenia wzrostu gospodarczego. Zajmuje też krytyczne stanowisko wobec dwu koncepcji teoretycznych związanych ze stabilizacyjną polityką fiskalną. Pierwsza dotyczy tzw. równoważności ricardiańskiej i została sformułowana przez amerykańskiego ekonomistę R.J. Barro. Druga to tzw. twierdzenie Haavelmo dotyczące zrównoważonego budżetu; jego autorem jest norweski ekonomista Trygve Haavelmo.

Rozdział siódmy kończy się omówieniem problemów koordynacji polityki fiskalnej i pieniężnej w ramach polityki makroekonomicznej. Słusznie podkreślono w nim wagę precyzyjnego określenia celów oraz rodzajów polityki.

W kolejnym rozdziale omawianej książki znajdujemy podstawowe informacje o budżecie i procesie jego powstawania oraz wykonywania. Autor krótko omawia zasady budżetowe, czyli teoretyczne postulaty organizacji systemu budżetowego i zakres ich stosowania w Pol-

sce. Zasadzie szczególności i przejrzystości budżetu poświęca więcej uwagi, omawiając obowiązującą klasyfikację budżetową, tj. sposób grupowania dochodów i wydatków oraz przychodów i rozchodów według kryterium podmiotowego, przedmiotowego i rodzajowego. Charakteryzuje również ustawę budżetową i jej uzasadnienie oraz proces opracowywania i tryb uchwalania budżetu. Rozdział ósmy zawiera też omówienie prawnych podstaw wykonywania budżetu, w tym instytucji rezerw, blokowania i przenoszenia planowanych wydatków, oraz trybu rozliczania wykonania budżetu państwa, eksponując znaczenie corocznego sprawozdania z wykonania ustawy budżetowej.

Budżet jest głównym ogniwem sektora finansów publicznych zarówno pod względem wielkości dochodów i wydatków, jak też stopnia jego zrównoważenia. Deficyt budżetowy jest zatem głównym problemem polityki fiskalnej państwa, szczególnie polityki restrykcyjnej, zmierzającej do jego ograniczenia, a w przypadku osiągnięcia równowagi fiskalnej – do jej utrzymania. W prowadzeniu takiej polityki pomocne są tzw. reguły polityki fiskalnej, ograniczające zasady jej dyskrecjonalności. Autor wspomina o nich w rozdziale czwartym i powraca w rozdziale dziewiątym. W tym ostatnim odnosi się głównie do fiskalnych reguł programowych, ważnych na etapie planowania i uchwalania budżetu, np. kotwicy Belki, ograniczenia deficytu budżetowego do 30 mld zł. W rozdziale dziewiątym Autor przedstawia również swoje stanowisko w sprawie wdrożenia budżetu zadaniowego. Dostrzega przydatność tej koncepcji do wydłużenia horyzontu planowania budżetowego i zwiększenia efektywności wykorzystania środków publicznych. Podkreśla jednak, że nie wszystkie wydatki publiczne są związane z finansowaniem zadań w taki sposób, że do oceny efektywności wydatków budżetowych można wykorzystać mierniki ilościowe. Dlatego nie widzi możliwości nadania całemu budżetowi formy zadaniowej. Na marginesie warto zaznaczyć, że były wiceminister finansów Stanisław Gomułka w wywiadzie dla „Gazety Prawnej” z 5 lutego 2008 r. zapowiedział ograniczenie dalszego wdrażania budżetu zadaniowego tylko do nieokreślonych bliżej zadań priorytetowych.

Charakter zadaniowy ma budżet Unii Europejskiej, który także musi być zrównoważony, a ponadto wyróżnia się tym, że jego wydatki dzielą się na obligatoryjne i nieobligatoryjne, co ma duże znaczenie dla procedury jego uchwalania. Przedstawieniu tego budżetu, jak też systemu budżetowego Unii Europejskiej, jest poświęcony ostatni rozdział książki. Autor porusza w nim kwestie ewentualnego wprowadzenia „europodatków” w celu innego ukształtowania systemu zasobów własnych w budżecie Unii Europejskiej. Ponadto omawia sprawy kontrowersyjne, dotyczące rozliczeń państw członkowskich z budżetem Unii Europejskiej (płatników netto i beneficjentów netto) oraz tzw. rabatu brytyjskiego zmniejszającego ujemne saldo rozliczeń Wielkiej Brytanii z budżetem Unii.

Recenzowana książka zawiera na końcu aneks poświęcony analizie stanu finansów publicznych i prowadzonej polityki fiskalnej w Polsce w latach 1989–2005, z licznymi odniesieniami do znacznie dalszej przeszłości. Niewątpliwie zaletą tej analizy jest uporządkowanie danych statystycznych według reguł zapewniających ich porównywalność, w zakresie wyznaczonym przez dostępność danych. Autor przedstawia stan pozornej równowagi sektora finansów publicznych bezpośrednio przed transformacją i przyczyny jej załamania się już w 1989 r. Wystąpił wtedy znaczny deficyt (2,6% PKB), utrzymujący się w całym okresie transformacji, z wyjątkiem 1990 r., w którym pojawiła się nadwyżka budżetowa związana z przejmowaniem inflacyjnych zysków przedsiębiorstw państwowych. Ta nadwyżka spowodowała dodatnie saldo całego sektora finansów publicznych.

Pierwsza faza transformacyjnego kryzysu finansów publicznych, omówiona w aneksie, obejmuje lata 1989–1992 i charakteryzuje się spadkiem relacji dochodów publicznych do PKB. Jedynie w 1992 r. miał miejsce wzrost tego wskaźnika, co Autor słusznie tłumaczy ubrutowieniem wynagrodzeń w sferze budżetowej i emerytur. Spowodowało to wzrost relacji dochodów i wydatków publicznych do PKB. W latach 1991–1992 spadek realnych wydatków publicznych był jednak słabszy niż spadek dochodów, co spowodowało powstanie deficytu sektora finansów publicznych, a w rezultacie narastanie długu publicznego i kosztów jego obsługi, ze wszystkimi tego konsekwencjami. Działania zapobiegające kryzysowi zmierzały zarówno w kierunku redukcji wydatków, jak i zwiększenia dochodów. Jednak nie miały one skutków natychmiastowych, np. reformy podatkowe zainicjowane już w 1989 r., przeprowadzone w 1992 r. i 1993 r. spowodowały wzrost wpływów budżetowych dopiero w następnych latach.

Kolejny okres poddany analizie w aneksie to stabilizacja finansów publicznych w latach 1993–1998, przy czym szczególną rolę Autor przypisuje tu osiągnięciom z 1993 r. Zalicza do nich realny wzrost PKB o 3,8%, restrykcyjny budżet na 1993 r. (zakładający szybszy wzrost dochodów niż wydatków) oraz osiągnięcie dodatniego salda pierwotnego w budżecie państwa. W następnych latach polityka fiskalna miała charakter neutralny, z wyjątkiem umiarkowanej restrykcyjnej polityki wydatkowej. W rezultacie osiągnięto stabilizację deficytu na niezbyt wysokim poziomie oraz systematyczny spadek relacji długu publicznego do PKB, w warunkach bardzo wysokiego tempa wzrostu PKB. Oznaczało to jednak dość kruchą równowagę finansów publicznych, bo pojawiały się już zarzewia problemów, które dotknęły np. służbę zdrowia i szkolnictwo.

Następny okres poddany szczegółowej analizie to lata 1999–2003, zdominowane przez reformy systemowe, z których reforma samorządowa i ochrony zdrowia były dla finansów publicznych neutralne, natomiast trwałym źródłem trudności stała się reforma emerytalna. Au-

tor przeprowadził też analizę koniunkturalnych i pozakoniunkturalnych przyczyn znacznego wzrostu deficytu budżetu państwa i całego sektora finansów publicznych w 2001 r., nie upatrując w nim znamion kryzysu finansowego. Ustosunkował się do działań ministra finansów Jarosława Bauca oraz przedsięwzięć reformatorskich jego następców, Marka Belki, Grzegorza Kołodki, jak również premiera Jerzego Hausnera. Osobną uwagę poświęcił akcesji i wydarzeniom 2004 r., oraz problematyce finansowania deficytu budżetowego i skali wzrostu długu publicznego w latach 1999–2005. Powrócił do kwestii obowiązujących reguł fiskalnych, określonych w ustawie o finansach publicznych, i wykorzystania działań jednorazowych, jak również zmian klasyfikacyjnych w celu „rachunkowej” poprawy salda budżetu, a zatem i salda całego sektora finansów publicznych. Takie praktyki, stosunkowo szybko wywołujące pożądane efekty, są łatwiejsze do stosowania niż reformy strukturalne, które wprowadzają trwałe zmiany wpływające na poziom dochodów i wydatków publicznych oraz charakter polityki fiskalnej. Dlatego na początku okresu transformacji wykorzystanie czynników jednorazowych można łatwo uzasadnić choćby koniecznością wprowadzenia szybkich zmian, ale przenoszenie takich działań na drugą połowę lat dziewięćdziesiątych i początek nowego stulecia budzi uzasadnione wątpliwości.

Recenzowana książka nie jest wolna od mankamentów natury technicznej i redakcyjnej, ale nie mają one wpływu na jej walory merytoryczne. Jest ona interesująca i zasługuje na uwagę z kilku powodów. Po pierw-

sze, Autor we wstępie zapowiada, że „książka ta stanowi próbę wyjaśnienia nieporozumień i rozwiania mitów”, co znajduje potwierdzenie w jej zawartości. Po drugie, na potrzeby prowadzonej analizy Autor podejmuje trud precyzyjnego objaśnienia podstawowych pojęć z dziedziny finansów publicznych. Po trzecie, prezentowanie rozwiązań prawnych i działań praktycznych w polskim sektorze finansów publicznych, na tle porównań międzynarodowych i odniesień historycznych, umożliwia Czytelnikowi ocenę polityki fiskalnej w okresie transformacji. Po czwarte, ilustracje statystyczne dotyczące kształtowania się badanych zjawisk, prezentowane w zestawieniach tabelarycznych obejmujących różne okresy, stanowią niezbędne uzupełnienie poglądów Autora, nierzadko kontrowersyjnych. Po piąte, problemy poruszane w książce są przedstawione wielopłaszczyznowo, tzn. dotyczą nie tylko aktualnego stanu finansów publicznych, ale również ich genezy oraz konkretnych zmian w przyszłości, wobec których Autor zajmuje własne stanowisko. Po szóste, jasny i przejrzysty sposób objaśnienia procesów zachodzących w sektorze finansów publicznych powoduje, że książka jest przyjazna dla Czytelnika. Powinna zachęcić do dalszego studiowania wielu zagadnień ujętych w niej syntetycznie. Dlatego można ją polecać studentom kierunków ekonomicznych, pracownikom sektora finansów publicznych, naukowcom zajmującym się problematyką finansów publicznych, jako dobry punkt wyjścia do twórczych dyskusji, oraz wszystkim zainteresowanym transformacją systemową w Polsce.

## Wiesław Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*

### Review of the book by Wiesław Dębski, *The Financial Market and its Mechanisms. Basic Theory and Practice*

Wydawnictwo Naukowe PWN,  
wydanie czwarte uaktualnione, Warszawa 2007

*Maria Podgórska\**

Nieczęsto na naszym rynku wydawniczym znajdujemy monografie o tak bogatej treści i napisane z taką starannością. Nie ma w tej książce pojęć, które nie byłyby precyzyjnie zdefiniowane, zilustrowane przykładami z polskich i zagranicznych rynków finansowych oraz umiejscowione w realiach historycznych, prawnych, organizacyjnych i funkcjonalnych. Zrozumienie trudniejszych zagadnień ułatwiają przykłady liczbowe, schematy i wykresy. Spis literatury dołączony jest do każdego rozdziału z osobna. Z tych względów monografia Wiesława Dębskiego może stanowić podręcznik polecany studentom kierunków finansowych nawet przez bardzo wymagających wykładowców, a także być użytecznym kompendium wiedzy o rynkach finansowych dla absolwentów takich kierunków jak matematyka czy fizyka, którzy zamierzają specjalizować się w nowoczesnej matematyce finansowej. Zapewne przydaje się także praktykom, pragnącym uzupełnić czy odnowić wiedzę z obszarów podlegających w ostatnim czasie licznym przeobrażeniom, związanym między innymi z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej, jako że jej uaktualnione wydanie właśnie te zmiany uwzględnia. Ostatnie, czwarte wydanie z 2007 r. liczy 640 stron, a więc jeśli pominąć dołączenie kilkunastu stron indeksu, to w porównaniu z wydaniem pierwszym (2000 r.) zwiększyło się o blisko 90 stron tekstu. Najbardziej rozbudo-

wano część poświęconą rynkowi kapitałowemu, w tym funduszom inwestycyjnym, jak również rozdziały przedstawiające giełdę i kontrakty terminowe.

Książkę rozpoczyna krótkie wprowadzenie, prezentujące strukturę i funkcjonowanie rynku finansowego oraz kryteria wyróżnienia jego poszczególnych segmentów. Przedmiotem pierwszego rozdziału jest rynek pieniężny w Polsce i jego instrumenty, przy czym szczegółowym opisem objęto rynek lokat międzybankowych oraz pierwotny i wtórny rynek bonów skarbowych i bonów pieniężnych NBP. Interesującą częścią tego rozdziału jest charakterystyka krótkoterminowych skryptów dłużnych przedsiębiorstw, emitowanych w Polsce od 1992 r., poprzedzona opisem uwarunkowań i historii tego instrumentu w USA. Nie mniej ciekawa jest część poświęcona innym papierom dłużnym, zwłaszcza bonom komunalnym. Drugi rozdział zawiera opis celów, funkcji i instrumentów polityki pieniężnej banku centralnego, wraz ze strukturą i prawnymi regulacjami funkcjonowania NBP. Polityka monetarna prowadzona przez NBP od początku lat dziewięćdziesiątych konfrontowana jest z decyzjami banków centralnych innych państw w innym czasie.

Z rynkiem kapitałowym zapoznajemy się w rozdziale trzecim. Pierwsza połowa rozdziału to ekonomiczne rozważania o istocie kapitału, stopy procentowej jako ceny kapitału oraz źródłach i rodzajach ryzyka związanego z inwestowaniem. W drugiej połowie rozdziału analizie

\* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Instytut Ekonometrii

poddano rynek pierwotny i następnie rynek wtórny, a w zasadzie jego segment pozagiełdowy, ponieważ giełda jest przedmiotem następnego rozdziału. W części poświęconej rynkowi pierwotnemu szczegółowo przedstawione są procedury ustalania ceny emisyjnej akcji, oparte na regulacjach dostosowanych do prawa unijnego, oraz warunków funkcjonowania tak Komisji Nadzoru Finansowego, jak Komisji Papierów Wartościowych i Giełd przed 2006 r. Te kwestie ilustrowane są licznymi przykładami o charakterze dydaktycznym, w tym znanym przypadkiem prywatyzacji Banku Handlowego w Warszawie SA w 1997 r. Wiele uwagi poświęca się też kwitom depozytowym – ich historii, rodzajom, typom emisji, stwarzaniu możliwości pozyskania kapitału zagranicznego oraz polskim spółkom, które ulokowały kwity depozytowe na rynkach zagranicznych.

Charakterystykę giełdy w rozdziale czwartym rozpoczynają rozważania o jej statusie własnościowym, uczestnikach i rozwiązaniach przyjętych w najważniejszych centrach giełdowych świata. Przedstawione jest funkcjonowanie zarówno giełd z „parkietem elektronicznym”, jak i zorganizowanych w sposób tradycyjny, chociaż o tym ostatnim rozwiązaniu należy już myśleć w czasie przeszłym, a chcąc je zobaczyć – sięgnąć do archiwalnych filmów, pokazujących emocjonujące sceny rozgrywane się na prawdziwym parkiecie. Najobszerniejszą część tego rozdziału jest poświęcona warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Omówione są prawne podstawy funkcjonowania GPW, jej władze oraz struktura instytucjonalna rynku giełdowego w Polsce, ze szczególnym uwzględnieniem roli Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych i Komisji Nadzoru Finansowego. Bardzo dokładnie scharakteryzowano rynek podstawowy i równoległy, kryteria dopuszczenia do obrotu na każdym z nich oraz działalność domów maklerskich. Jeszcze bardziej szczegółowo i z wieloma przykładami liczbowymi przedstawione są typy zleceń maklerskich, dzięki czemu można bez trudu zrozumieć przebieg sesji giełdowej oraz zasady notowań według systemu ciągłego i jednolitego. Rozdział kończy się opisem indeksów warszawskiej GPW oraz indeksów głównych giełd świata.

Po charakterystyce rynku kolejne cztery rozdziały książki przedstawiają podstawowe instrumenty rynku kapitałowego, czyli akcje i obligacje, a następnie instrumenty pochodne: *forward*, *futures*, opcje i warranty. Te cztery rozdziały, łącznie z następującym po nich rozdziałem poświęconym analizie portfelowej, mają w dużym stopniu charakter podręcznikowy i – co zrozumiałe – w monografii mechanizmów rynku finansowego w istocie stanowią wprowadzenie do tych zagadnień. Osoby dobrze znające matematykę zapewne będą się uczyły na przykład wyceny opcji za pomocą modelu dwumianowego czy Blacka-Scholesa z książek bardziej zaawansowanych matematycznie, jednak dla Czytelników początkujących rozdziały te są przystępnie napisanym i niewątpliwie wartościowym źródłem wiedzy.

W rozdziale piątym przedstawione są kryteria podziału akcji, przy czym najwięcej miejsca poświęcono akcjom zwykłym i uprzywilejowanym. Drugim tematem tego rozdziału jest wycena akcji – jej podstawy ekonomiczne oraz wybrane modele. W związku z modelami wyceny, których istotą jest określenie bieżącej wartości przyszłych dochodów z akcji, trzeba zaznaczyć, że – podobnie jak w niektórych innych książkach – stopę procentową używaną do dyskontowania przyszłych przepływów niesłusznie nazywa się stopą dyskontową. Nazwa ta odnosi się przecież do stóp innego typu. Uwaga ta dotyczy również modeli wyceny obligacji w rozdziale szóstym. Temat ten rozpoczyna się klasyfikacją i opisem poszczególnych rodzajów obligacji, najwięcej zaś miejsca zajmują obligacje zamienne oraz obligacje skarbowe emitowane w Polsce. Ponadto, szczegółowo omówione są regulacje prawne emisji obligacji w naszym kraju, podstawowe modele wyceny, standardy ratingu obligacji i najważniejsze agencje ratingowe.

Kontrakty *forward* i *futures* są przedstawione w rozdziale siódmym, natomiast warranty i opcje w ósmym. Nie wątpię, że tę część książki z zainteresowaniem przeczytają także ci Czytelnicy, którym ta tematyka nie jest obca. Można wiele dowiedzieć się o historii i różnorodności instrumentów pochodnych, strategiach handlu tymi instrumentami czy organizacji i funkcjonowaniu rynku *financial futures* i opcji na warszawskiej giełdzie. Warto też podkreślić, że przykłady liczbowe pokazujące, jak wycenia się te instrumenty, są bardzo dobrze dobrane i opracowane.

Ogólną charakterystykę analizy portfelowej zawiera rozdział dziewiąty. Znajdujemy tam ocenę procesu inwestowania na gruncie teorii użyteczności, podstawowe miary ryzyka portfela dwu- i wieloskładnikowego, koncepcję portfela efektywnego oraz modele *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* i *Arbitrage Pricing Theory (APT)*.

Ostatni, dziesiąty rozdział został w największym stopniu zmieniony i poszerzony w stosunku do wcześniejszych wydań. Jego przedmiotem są inwestorzy instytucjonalni na rynku kapitałowym. W pierwszej kolejności przedstawione są banki komercyjne, towarzystwa ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne. Oprócz roli i funkcjonowania tych instytucji na rynku kapitałowym warto zwrócić uwagę na lokaty inwestycyjne polskich banków komercyjnych oraz charakterystykę celów i struktury portfela pięciu przykładowych funduszy kapitałowych największego w Polsce towarzystwa ubezpieczeń na życie *Commercial Union Polska*. Druga, znacznie obszerniejsza część tego rozdziału jest poświęcona funduszom inwestycyjnym. Znajdujemy tu dokładny, wielostronowy opis klasyfikacji otwartych funduszy inwestycyjnych według Stowarzyszenia Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych, niewystępujący w poprzednich wydaniach książki, a następnie podstawy prawne i zasady funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Polsce, oparte na regulacjach z 2004 r. Interesującą ilustracją

zarządzania funduszami inwestycyjnymi w naszym kraju jest przedstawienie celów i polityki inwestycyjnej 10 wybranych funduszy towarzystwa Pioneer Pekao TFI SA – w poprzednich wydaniach tych przykładów nie było. Kolejnym nowym tematem tego rozdziału są jednostki funduszy portfelowych, na rynku amerykańskim znane jako akcje emitowane przez *Exchange Traded Funds (ETF)*. W ramach tego tematu porównano akcje *ETF* z jednostkami uczestnictwa w otwartych funduszach inwestycyjnych i kontraktami *futures*, omówiono zalety inwestowania w takie akcje, proces ich kreowania i umarzania oraz dokonano przeglądu tego typu funduszy działających na świecie. Banki inwestycyjne to ostatnia grupa omawianych w tym rozdziale instytucjonalnych uczestników rynku kapitałowego. W opisie rodzajów

działalności banków inwestycyjnych wiele miejsca zajmują przeprowadzenie i gwarantowanie emisji papierów wartościowych, *underwriting* i obrót papierami wartościowymi na rynku wtórnym, świadczenie usług doradztwa finansowego i zarządzania aktywami oraz udział w operacjach przejęcia lub fuzji przedsiębiorstw.

Wyrażoną na wstępie moją bardzo pozytywną opinię o tej monografii zapewne podzielają Czytelnicy, skoro jej kolejne wznowienia oraz uaktualnione i rozszerzone wydania sprzedały się dotychczas – jak wynika z informacji uzyskanych w Wydawnictwie Naukowym PWN – w liczbie około 12 tysięcy egzemplarzy. Wynik ten jest tym bardziej godny uznania, że na naszym rynku wydawniczym dostępne są także inne wartościowe pozycje o zbliżonej tematyce.