

i profesjonalizmu. Czytelnik ma okazję poznać i zrozumieć rolę tzw. "bazy" przy wyborze transakcji terminowych, znaczenie przyjęcia określonej pozycji (długiej lub krótkiej) na rynku terminowym z punktu widzenia interesu kupującego i sprzedającego, w końcu rolę przyjęcia pozycji odwrotnej dla zabezpieczenia się przed ryzykiem wzrostu/spadku ceny rynkowej w porównaniu z kontraktem terminowym. Te w istocie niełatwe arkana gry na giełdzie towarowej zostały w tej części pracy przejrzyście zaprezentowane przykładami i wykresami. Podobnie jest wówczas, gdy Autor omawia transakcje opcyjne. Przekonująco i dogłębnie jest wyjaśniona istota transakcji zakupu i sprzedaży opcji kupna i sprzedaży oraz interes nabywcy opcji. Relacja ceny wykonania opcji rynkowej oraz rola premii pozwalają w pełni zrozumieć różne kategorie opcji, a dzięki temu sens giełdowych skrótów dzielących je na trzy rodzaje: "w pieniądzu", "na pieniądzu", "poza pieniądzem". Czytelnik po lekturze tej części pracy ma pełną świadomość na czym polega ryzyko zysku i straty w różnego rodzaju transakcjach giełdowych, w szczególności typu "futures" i opcyjnych, a także ma okazję pogłębić refleksję nad sztuką zarządzania ryzykiem w rolnictwie i znaczenie tego dla sytuacji dochodowej rolnika, a szerzej procesu reprodukcji rozszerzonej w jego gospodarstwie. Ostatnia część pracy poświęcona jest Izbie Rozliczeniowej i Licencjonowanym Domom Składowym – instytucjom, bez których nie mogą się rozwijać transakcje terminowe i opcyjne na giełdzie towarowej. Stabilna finansowo Izba Rozliczeniowa, posiadająca stosowne procedury jest stroną, a jednocześnie gwarantem wykonania każdej transakcji, także ze względu na depozyty zabezpieczające zobowiązania, wynikające np. z zawartego kontraktu terminowego przyszłościowego. Jasne także staje się dlaczego Licencjonowane Domy Składowe, wystawiające rolnikom kwity składowe, są ważnym ogniwem obrony ich interesów ekonomicznych (pomagają np. w osiągnięciu płynności finansowej, jak też mają możliwość, poprzez zawarcie odpowiednich transakcji terminowych, zapłacenia ceny zmagazynowanych tam towarów). Oczywiście jest również, iż rozwijają one giełdy towarowe, stając się źródłem kontraktów, które tworzą ich obroty. Lektura opracowania Michała A. Jerzaka wyzwala dodatkowy efekt – pozwala zrozumieć obecną pozycję tzw. giełd towarowych w Polsce, znajdujących się w śródku drogi (przynajmniej w odniesieniu do Giełdy Poznańskiej), pomiędzy instytucjami czysto hurtowymi, a w pełni rozwiniętymi giełdami towarowymi z możliwością realizacji na nich transakcji opcyjnych. To wszystko musi się dzieć w ścisłym powiązaniu z Licencjonowanymi Domami Składowymi wystawiającymi kwity składowe. Cele jakie jeszcze stoją przed polskimi giełdami towarowymi stają się dzięki tej pracy jaśniejsze, a nieuchronność rozwoju rynku rolnego oczywista. Powyższe uwagi recenzyjne mają za zadanie podkreślić walory poznawcze i dydaktyczne omawianej pracy, docenić profesjonalizm Autora tak widoczny w sposobie przeprowadzenia wykładu – przejrzystym, logicznym, konsekwentnym, pomijając dość chaotyczny początek.

Przechodząc do konkluzji pragnę stwierdzić, iż opracowanie Michała A. Jerzaka uważam za przedsięwzięcie ambitne, z sukcesem wypełniające lukę, jaką tworzy brak tego typu pozycji na rynku wydawniczym. Wychodzi ona także naprzeciw potrzebom dydaktyki akademickiej, umiejętnie łącząc wątek teoretyczny funkcjonowania giełd towarowych z praktyką podejmowania na nich różnorodnych transakcji (decyzji) i funkcjonowania giełdowego otoczenia. Wszyscy zainteresowani (od producentów, przedsiębiorców, po studentów) otrzymują do dyspozycji kompetentnie napisaną książkę, bogatą w informacje, dobrze osadzoną w literaturze tematu, umiejętnie łączącą wątek przeglądowy z doświadczeniami Autora jako praktyka – Prezesa Giełdy Poznańskiej. W pełnym przeto przekonaniu rekomenduję tę książkę czytelnikom.

Andrzej Czyżewski

Bogusław Grabowski, *Monetarna teoria bilansu płatniczego. Doświadczenia Chile 1973 - 1982*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, ss. 197.

Recenzowana książka wzbudziła moje zainteresowanie tak ze względu na osobę Autora, jak i na przedmiot pracy. Autor jest członkiem powołanej w bieżącym roku Rady Polityki Pieniężnej, zaś poruszana problematyka należy do ważnych dziedzin ekonomii. Współcześnie bilans płatniczy

danego kraju stanowi makroekonomiczne narzędzie oceny sytuacji płatniczej kraju wobec zagranicy, zarówno *ex post* oraz *ex ante*. Ponadto obowiązujący wzorzec tego bilansu skonstruowany po II wojnie światowej przez MFV pozwala określić jego więzi z PKB i PNB oraz wpływ kształtowania się tych ważnych wskaźników syntetycznych odzwierciedlających stan danej gospodarki. Elementy bilansu płatniczego pozwalają też ustalić poziom płynności międzynarodowej. Wymienione cechy są niezmiernie ważne. Trzeba je mieć na względzie prowadząc politykę pieniężną, nie zapominając przy tym, że współczesny pieniądz ma charakter kredytowy.

Niestety problematyka bilansu płatniczego nie znalazła na razie w naszej literaturze właściwego jej miejsca. W okresie gospodarki centralnie zarządzanej zagadnieniem tym zajmowało się niewielu ekonomistów; najczęściej poruszane było przez E. Drabowskiego, S. Rączkowskiego i J. Wesołowskiego. Liczba publikacji z tego zakresu jest nadal za mała, niektóre zaś wypowiedzi budzą kontrowersje i nieporozumienia. Przykładem są poglądy S. Kurowskiego, nawiązujące do tzw. absorpcyjnego podejścia do bilansu płatniczego.

Praca B. Grabowskiego ma charakter zbliżony do monografii a niekiedy nawet eseju. Autor nazywa ją rozprawą. Jego zdaniem "celem tej rozprawy jest analiza i ocena teoretycznego modelu gospodarki otwartej zaprezentowana przez globalny monetaryzm oraz próby praktycznego zastosowania jego zaleceń dla polityki gospodarczej" [s. 7]. Problematyka publikacji nie jest więc łatwa. Zrozumienie poruszanych zagadnień wymaga od czytelnika znajomości podstaw ekonomii i historii myśli ekonomicznej. Może ona służyć pogłębieniu wiedzy specjalistów – praktyków a także studentów, którzy uczestniczą w seminariach poświęconych problematyce bilansu płatniczego. Mogą po nią sięgnąć studenci wyższych lat studiów ekonomicznych.

Według Autora "globalny monetaryzm nie jest nową teorią", kierunek ten "uznał, że czynniki pieniężne stanowią istotę bilansu płatniczego i procesu jego równoważenia" [s. 36]. Wypada dodać, że według B. Grabowskiego zamiast pojęcia globalny monetaryzm używa terminu "monetarne podejście do bilansu płatniczego" [s. 38]. Zdaniem niektórych zwolenników tej teorii takie podejście "postuluje bezpośredni związek bilansu płatniczego z podażą pieniądza oraz konieczność włączenia równania na równowagę zasobów na rynku pieniężnym do modelu gospodarki otwartej" [s. 38].

Ogromnie szkoda, że Autor – jak sam podkreśla – nie zamierzał oceniać słuszności przyjętych nazw i terminów. Wpłynąć to może ujemnie na przejrzystość wywodów (zwłaszcza, że niektóre definicje są sformułowane nie dość jasno) oraz utrudnić zrozumienie przedstawianej problematyki. Zrozumienie pojęcia, które stanowi tytuł pracy ułatwiają dopiero wkomponowane w tekst równania.

Autor zdaje się nie dostrzegać, że w praktyce sporządza się bilans płatniczy według określonego schematu. Konstruując ten schemat i odpowiednio grupując jego pozycje dla celów analitycznych wykorzystano teorie bilansu płatniczego E. Meade'a, noblisty, nagrodzonego za osiągnięcia właśnie w tej dziedzinie. Niestety, B. Grabowski odwołuje się do Meade'a jedynie raz i to w sposób pośredni. Zdumiewa to, zwłaszcza że Autor wykorzystywał bogatą literaturę. Zgodnie z przyjętą w praktyce definicją, bilans płatniczy oznacza zestawienie wszystkich transakcji ekonomicznych danego kraju przeprowadzonych w określonym czasie z pozostałymi krajami świata. Nie jest to definicja pełna, z czego jej twórcy zdają sobie sprawę. Faktycznie dotyczy ona bilansu ogólnego, którego wypadkową są zmiany stanu oficjalnych rezerw walutowych. Zmiany te mają charakter wyrównujący obie strony bilansu płatniczego. Zgodnie z techniką sporządzania bilansów muszą być one sobie zawsze rachunkowo równe. W praktyce nie ma możliwości wyodrębnienia tzw. pozycji autonomicznych, ani też wyrównawczych. Pojęcia te sformułował E. Meade.

Poza tymi ogólnymi refleksjami praca nasuwa uwagi szczegółowe. W rozważaniach wyróżnić można trzy wątki ujęte w 6 rozdziałach. Pierwszy obejmuje trzy rozdziały (*Ewolucja poglądów na równowagę zewnętrzną; Równowaga zewnętrzna w modelu globalnego monetaryzmu* oraz *Globalny monetaryzm – próba oceny*). Drugi, obejmujący dwa rozdziały, zawiera opis przemian gospodarczych w Chile i charakteryzuje monetarystyczną drogę od gospodarki zamkniętej do otwartej (rozdziały *Ewolucja gospodarki chilijskiej; Gospodarka chilijska w latach 1978 - 1982 a założenia i tezy globalnego monetaryzmu*). Trzeci wątek stanowi ekonometryczną weryfikację modelu globalnego monetaryzmu na przykładzie Chile w latach 1960 - 1969 i 1978 - 1982. Wątek ten, w moim odczuciu najważniejszy, jest najkrótszy. Tym samym została zachwiana struktura pracy. Może to wywołać wrażenie niejasnego postawienia tezy.

W myśl tezy, iż monetarna teoria bilansu płatniczego jest kontynuacją myśli klasycznej i neoklasycznej, Autor przedstawia w skrócie, poczynszy od merkantylnizmu ewolucję poglądów na za-

gadnienia bilansu płatniczego. W opisie tym zciera się różnica między bilansem płatniczym a bilansem handlowym.

Opis poglądów K. Wicksella nasuwa wątpliwości, bodaj najważniejsze w tym rozdziale. W. Grabowski odnosi model Wicksella do małej gospodarki otwartej. Tymczasem według oceny J. R. Hicksa traktować go można jako model swoście rozumianej gospodarki zamkniętej, opisującej cały świat. Różnica ta implikuje odmienne wnioski dla teorii pieniądza. Według J. R. Hicksa w rozważaniach K. Wicksella podaż pieniądza, bez względu na stopień otwartości i wielkość gospodarki, jest endogeniczna.

Rozpatrując drugi wątek Autor opisuje kolejno podstawowe założenia globalnego monetaryzmu: egzogeniczny charakter dochodu, prawo jednej ceny, funkcję popytu na pieniądź oraz endogeniczny charakter podaży pieniądza w małej gospodarce otwartej. Na szczególną uwagę zasługuje ostatnie z wymienionych założeń. Jak na ogół wiadomo monetaryści, odwołując się do równania Fishera, nadają podaż pieniądza charakter egzogeniczny. Ze słów Autora wynika, że monetarną teorię bilansu płatniczego wywieść należy z monetaryzmu (z czym trudno polemizować). Dostrzec więc można by pozorne sprzeczności wewnątrz monetaryzmu. Podkreślenie przez B. Grabowskiego tej kwestii [s. 53 - 57] jest szczególnie przydatne. Dodam jednak, że stanowisko M. Friedmana nie jest w tej sprawie jasne, choć jego uwagi krytyczne głównie kursu walutowego.

Jakkolwiek Autor wyraźnie podkreśla różnice między keynesistowskim a monetarystycznym ujęciem problemu endogeniczności podaży pieniądza, to jednak nie mogą oprzeć się wrażeniu, iż metodologicznie sprzeczne teorie mogą doprowadzić do takich samych wniosków. Wypada zaznaczyć, iż zarówno teoretycy (np. E. Phelps), jak i praktycy (np. O. Issing), zwracają uwagę na ponowne rozejście się dróg dwóch najważniejszych paradygmatów. Tymczasem w ogromnej większości państw, bo przecież małe gospodarki otwarte stanowią większość, pieniądź ma charakter endogeniczny i nie ma w tym względzie różnic między keynesistami a monetarystami.

Ostatni fragment tego wątku zawiera, według Autora, próbę oceny globalnego monetaryzmu. Najwięcej miejsca B. Grabowski poświęcił prawu jednej ceny, szczegółowo wymieniając wysuwane zastrzeżenia; za próbą fałsyfikacji tego prawa stwierdza, iż jest ono "założeniem ostrym" [s. 77]. Zastanawia jednak, dlaczego Autor, omawiając problem substytucyjności walut uzależnił jej stopień jedynie od stopnia zintegrowania światowego rynku towarów i usług, pomijając szereg innych czynników. Doświadczenia państw przechodzących transformację zdają się wskazywać na konieczność uwzględnienia, m.in., oczekiwań inflacyjnych. Pewnych wątpliwości nastrocza również brak przedstawienia kryteriów decydujących o długości okresu. Autor poprzestał bowiem na przedstawieniu wyników przemyśleń M. Mussy (2 do 3 lat), M. E. Kreinina i L. H. Officera (od roku do 10 lat) [s. 84].

W kolejnym wątku B. Grabowski opisał transformację gospodarki chilijskiej. Znaleźć tutaj można wiele analogii do procesu transformacji w Polsce: inflację korekcyjną, dławienie hiperinflacji, indeksację płac. Doświadczenia Chile wskazują na niepowodzenie stopniowego przechodzenia do kapitalizmu. Autor stara się tutaj ocenić poszczególne elementy wprowadzonych w życie w latach 1978 - 1982 zasad globalnego monetaryzmu. Z wniosków oceniających zdaje się wynikać, iż niektóre założenia przyjmowane w monetarnej teorii bilansu płatniczego istotnie różnią się od rzeczywistości. Dobitnie podkreślono to w przypadku założenia o doskonałej substytucyjności walut w systemie kursów stałych [s. 168]. Budzi się tu refleksja, że monetaryzm, rozpatrując kwestie pieniężne wpada w pułapkę zbyt dużego przywiązania do neoklasycznej tradycji osadzonej w realiach *gold standard*.

W trzecim wątku pracy Autor estymował modele zmian poziomu rezerw walutowych H. G. Johnsona i presji na rynku walutowym L. Girtona oraz D. Ropera dla dwóch okresów: 1960 - 1969 i 1974 - 1982. Z oczywistych przyczyn okres komunistycznego eksperymentu S. Allende został pominięty. Estymacje obu modeli przeprowadzono metodą najmniejszych kwadratów. Wyniki nie są jednoznaczne. Jak sądzę, gdyby przeprowadzić analogiczne badania dla lat 1978 - 1982, a ściślej do końca II kwartału 1982 r., a więc dla okresu, w którym realizowano w Chile założenia globalnego monetaryzmu, wyniki mogłyby być w większym stopniu pozytywne. Próbką co prawda zawierałaby 18 elementów, a więc prawie połowę mniej, lecz spełniałaby, w myśl omawianych uwag ze strony 84, założenie o długookresowości. Wielkość próbki mogłaby zaważyć na wynikach estymacji, jednak, jak wynika z zestawień prezentowanych na stronach 96 - 98, niektórzy analitycy przyjmowali równie małe próbki. Istotnym brakiem jest niezamieszczenie tabel z danymi przyjętymi do estymacji. Jak sądzę, nie wyniknęło to z woli Autora - wydawnictwa na ogół wzbraniają się od dołączania długich aneksów statystycznych.

Choć recenzowana praca budziła niekiedy kontrowersje, na co zwracałem uwagę z obowiązku recenzenta, to jednak stanowi cenne uzupełnienie dotychczasowej literatury poruszającej problematykę bilansu płatniczego. Na szczególne podkreślenie zasługuje wykorzystanie w tego rodzaju pracy analizy ekonometrycznej.

Jacek Wallusch

R. Borowiecki, A. Jaki, J. Kaczmarek, *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw i ich majątku*, Biblioteka Menedżera, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1998, ss. 302.

Rozpoczęty z początkiem lat dziewięćdziesiątych proces tworzenia gospodarki rynkowej w naszym kraju spowodował zmiany w wielu dziedzinach życia gospodarczego. Zmiany te w szczególności sposób objęty przedsiębiorstwa. W nowych warunkach całkowitej zmianie uległy zasady ich funkcjonowania. W istotny sposób zwiększyła się również liczba przedsiębiorstw. Bez przesady można stwierdzić, że gospodarka rynkowa stała się światem przedsiębiorstw. Ale nie chodzi o samą liczbę przedsiębiorstw w gospodarce rynkowej. Podstawowym zadaniem gospodarki rynkowej jest wprawdzie posiadanie dużej liczby przedsiębiorstw, ale przedsiębiorstw efektywnych, bo tylko efektywne przedsiębiorstwa mogą być podstawą efektywności całej gospodarki.

Duża liczba przedsiębiorstw w gospodarce rynkowej sprawia, że przedsiębiorstwa, podobnie jak inne dobra, stały się przedmiotem częstego kupna-sprzedaży. Pojawiła się więc naturalna potrzeba ich wyceny, której zadaniem jest ułatwienie określenia właściwej ceny przedsiębiorstwa. Trafne określenie ceny przedsiębiorstwa nie jest bowiem zadaniem łatwym, zwłaszcza w sytuacji braku dostatecznie wykształconego rynku kapitałowego. Ponadto, należy podkreślić, że przedsiębiorstwa są pod wieloma względami bardzo zróżnicowane, przez co jest utrudniona ich porównywalność, a stosunkowo na ogół rzadkość transakcji sprzedaży tego samego przedsiębiorstwa sprawia, że zarówno w krajach o rozwiniętej gospodarce rynkowej, jak i w Polsce, wykształciły się i są szeroko wykorzystywane różnorodne metody wyceny przedsiębiorstw. Takim właśnie методом oraz procedurom wyceny przedsiębiorstw i ich majątku jest poświęcona recenzowana praca.

Praca została napisana przez znany i niezwykle kompetentny zespół autorów, którzy teoretycznymi aspektami wyceny przedsiębiorstw zajmują się już wiele lat. Problematyce tej poświęcili liczne i wartościowe prace indywidualne i zespołowe. Dokonali też, na zlecenie praktyki, wyceny wielu różnych przedsiębiorstw. Należy podkreślić, iż szkoła krakowska stworzona i prowadzona przez prof. dr. hab. R. Borowieckiego stanowi najsilniejszy krajowy ośrodek naukowy w zakresie wyceny przedsiębiorstw.

Recenzowana praca nie stanowi ostatecznego podsumowania dorobku naukowego i doświadczeń praktycznych autorów. Jak stwierdzają we wstępie autorzy, recenzowana praca ma charakter komplementarny w stosunku do wcześniejszych opracowań. Głównym zadaniem pracy jest przede wszystkim ukazanie trudnych, ważnych i aktualnych problemów teoretyczno-metodycznych i praktycznych wyceny przedsiębiorstw w budującej się gospodarce rynkowej naszego kraju.

Cel jaki postawili sobie autorzy recenzowanej książki sprowadza się do objaśnienia teoretycznych kwestii wyceny przedsiębiorstw oraz zaprezentowania złożonego instrumentarium metodycznego, pozwalającego na dokonanie wyceny w sposób pośredni, zastępujący właściwości rynku kapitałowego. Działanie tego instrumentarium autorzy postanowili zaprezentować na konkretnych przykładach wyceny różnych przedsiębiorstw i ich składników majątkowych.

Cel pracy zdefiniował jej charakter. Praca składa się z dwóch odrębnych części. Część pierwsza ma charakter teoretyczno-metodyczny. W części tej autorzy w sposób przystępny, interesujący i usystematyzowany przedstawili współczesną wiedzę na temat istoty, metod i uwarunkowań wyceny przedsiębiorstw. W prezentacjach dorobku naukowego krajowego i zagranicznego można dostrzec twórczy i ważny wkład autorów recenzowanej książki w dziedzinie wycen przedsiębiorstw. Natomiast część druga – praktyczna, prezentuje liczne przykłady poświęcone wycenie konkretnych przedsiębiorstw lub wycenie wybranych składników ich mienia. Na podkreślenie zasługuje fakt, iż w wielu opisanych przypadkach wyceny brali udział autorzy recenzowanej książki.