

deklaruje się jako zwolennik koncepcji wzajemnie się uzupełniającego działania rynku i państwa.

Jakkolwiek jego zdaniem „rynek zajmuje centralne miejsce w gospodarce, państwo jednak też ma do odegrania, ważną, aczkolwiek ograniczoną rolę” (s. 10). Ten pogląd przewija się w treści omawianej tu pracy. Na marginesie warto przypomnieć, że niedawno na łamach „Gazety Wyborczej”, która opublikowała już szereg felietonów J. E. Stiglitz, wyraził on krytyczny sąd na temat prywatyzacji zabezpieczenia społecznego, co ma pewne znaczenie *pro domo sua*.

Reprezentowana przez Stiglitz koncepcja aktywnej, choć ograniczonej roli państwa w gospodarce, sprawia, że bardzo wysoko ocenia on tzw. model azjatycki, którego urzeczywistnienie dostrzega on w Korei Południowej, Tajlandii i szeregu innych państw tego regionu, a ostatnio także w Chinach, które miały bardzo niekorzystne wskaźniki gospodarcze i społeczne, a w wyniku stopniowego wdrażania zasad gospodarki rynkowej, pomimo politycznej otoczki systemu, określanego mianem socjalistycznego, prześcignęły Rosję co do wskaźnika rozwoju gospodarczego i społecznego.

Poglądy J. E. Stiglitz są w wielu kwestiach zbieżne ze stanowiskiem Johna Graya, który będąc bliskim współpracownikiem Margaret Thacher w okresie wdrażania neoliberalnych zasad gospodarczych, stał się po latach nieprzejednanym krytykiem tej koncepcji, której wręcz odmawia prawa nazywania się liberalną, gdyż jego zdaniem twórcy liberalizmu (Smith, Ricardo), podkreślając rolę i znaczenie rynku, nie przejawiali braku wrażliwości społecznej i nie kwestionowali potrzeby działania państwa w sferze gospodarczej.

Kończąc należy zwrócić uwagę na to, że tytuł polskiego wydania tej książki nie jest identyczny z tytułem angielskojęzycznego oryginału, który brzmi: *Globalization and Its Discontents*. Tytuł ten bardziej odpowiada jej treści aniżeli skrócony tytuł polskiego wydania. Nie wiadomo, czym kierował się polski wydawca, dokonując tej korekty, gdyż nie jest ona trafna. Treścią tej książki, są bowiem nie tylko rozważania na temat samej globalizacji jako nowego fenomenu życia gospodarczego, lecz także analiza ujemnych jej skutków w wielu państwach świata oraz próba wyjaśnienia przyczyn tych zjawisk wraz z propozycjami dotyczącymi niezbędnych, zdaniem Autora, zmian w funkcjonowaniu organizacji międzynarodowych, odpowiedzialnych w skali globalnej za rozwój gospodarczy oraz przeciwdziałanie zjawiskom kryzysowym.

Włodzimierz Piotrowski

A. Majewska, *Ocena metod ilościowych w wycenie instrumentów pochodnych*, Wydawnictwo Naukowe US, Szczecin 2004, ss. 239

Pojawienie się ponad 30 lat temu pierwszych instrumentów pochodnych odegrało olbrzymią rolę w procesie ewolucji światowych rynków finansowych. Nie stanowiły one bynajmniej jedynie kolejnej formy alokacji środków pieniężnych, lecz przede wszystkim – stały się elementem jakościowej przemiany struktury rynku papierów wartościowych. W świetle ostatecznej klęski układu z Bretton Woods na początku lat 70. i zbiegających się z nią w czasie narodzin inżynierii finansowej *nową jakością* okazały się instrumenty pochodne jako narzędzia procesu zarządzania ryzykiem.

Swój kamieniem milowym w dziedzinie finansów, który okazał się główną przyczyną rozwoju współczesnych rynków instrumentów pochodnych, było opublikowanie wzoru matematycznego umożliwiającego precyzyjną wycenę opcji, znanego jako model Blacka-Scholesa. Ta słynna formuła, mimo swoich silnych założeń, umożliwiła drastyczną redukcję ryzyka inwestycji. Stała się też źródłem inspiracji do dalszych poszukiwań skutecznej metody wyceny instrumentów pochodnych, m.in. przez R. Mertona. Kapitałne znaczenie inżynierii finansowej we współczesnej ekonomii potwierdziło przyznanie jej twórcom Nagrody Nobla w 1997 r.

W świetle wskazanych powyżej faktów oczywistą konsekwencją powrotu Polski w latach 90. do realiów gospodarki rynkowej i budowy jej zasadniczego komponentu – rynku finansowego, było nieuchronne pojawienie się instrumentów pochodnych. Nie rozwodząc się nad rzeczywi-

stą naturą przyczyn wprowadzenia kontraktów terminowych do polskiego obrotu giełdowego w 1998 r. należy stwierdzić, że zjawisko to zrodziło potrzebę popularyzacji podstawowych zagadnień dotyczących inżynierii finansowej, przede wszystkim wśród potencjalnych inwestorów. Szerog publikacji, które pojawiły się dotychczas na rynku księgarskim, ma z pewnością charakter profesjonalnych kompendiów wiedzy o instrumentach pochodnych, w tym o złożonych metodach ich wyceny. Nie wolno jednak zapominać, iż wspomniany model Blacka-Scholesa i jego dalsze modyfikacje powstały głównie w Stanach Zjednoczonych. Oznacza to, że gros przyjętych w nich założeń nie może zostać spełnionych na dopiero rozwijającym się i niedostatecznie płynnym rynku, co z kolei wyklucza bezpośrednie stosowanie owych modeli w polskich warunkach. Niezwykle cenne z punktu widzenia doboru narzędzi decyzyjnych przez inwestorów okazuje się więc zbadanie rzeczywistej użyteczności znanych modeli teoretycznych w szacowaniu wartości instrumentów pochodnych na polskim rynku. Niestety, w tym zakresie, dokonując analizy dotychczas wydanych pozycji książkowych, recenzentka odczuwa wyraźny niedosyt.

Dlatego z dużym zainteresowaniem należy przyjąć opracowanie autorstwa A. Majewskiej, która za podstawowy cel swojej pracy przyjęła ocenę „użyteczności metod ilościowych jako niezbędnych do prawidłowego wyznaczania wartości instrumentów pochodnych na polskim rynku”. Na podkreślenie zasługuje w szczególności podjęcie przez Autorkę próby weryfikacji hipotezy badawczej, że „różne metody szacowania ryzyka instrumentu bazowego powodują istotne różnice w wycenie”. Z drugiej strony poszukiwała ona również odpowiedzi na pytanie: „czy zastosowanie metod ilościowych do wyceny instrumentów pochodnych prowadzi do trafniejszych decyzji inwestycyjnych”.

Recenzowana praca składa się z czterech rozdziałów.

Pierwszy z nich stanowi swoiste wprowadzenie czytelnika do tematyki rynku instrumentów pochodnych. Autorka dokonuje opisu genezy oraz procesu ewolucji transakcji terminowych, zarówno na świecie, jak i w Polsce. Przedstawia ona również aspekt ryzyka inwestycji w instrumenty pochodne, rodzaje postaw inwestorów wobec tego zjawiska i – w konsekwencji – dokonuje prezentacji podstawowych motywów funkcjonowania rynku transakcji terminowych. Powyższe zabiegi Autorki stają się przyczynkiem do dalszego podziału instrumentów pochodnych z punktu widzenia podstawowego kryterium, jakim jest rozkład ponoszonego ryzyka pomiędzy strony transakcji terminowej. Dokonując następnie charakterystyki poszczególnych rodzajów instrumentów, Autorka sprawnie ukazuje zasadnicze różnice pomiędzy instrumentami o symetrycznym i niesymetrycznym ryzyku.

Kolejny rozdział opracowania traktuje o wyznaczaniu wartości instrumentów pochodnych, zaliczanych do pierwszego z rozróżnionych wcześniej podzbiorów, mianowicie kontraktów *forward*, *futures* i swapów. Przegląd metod, które są wykorzystywane w wycenie instrumentów o symetrycznym ryzyku został osadzony na opisie zjawiska konwergencji cen terminowych i natychmiastowych w ujęciu J. M. Keynesa i J. R. Hicksa. Rozdział kończy prezentacja wyników weryfikacji zaprezentowanych metod wyceny, w odniesieniu do kontraktów *futures* notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Ostatnie dwa rozdziały publikacji przybliżają złożoną problematykę wyceny instrumentów pochodnych o niesymetrycznym ryzyku.

W rozdziale trzecim dokonano identyfikacji i analizy czynników kształtujących cenę kontraktów opcyjnych, kładąc szczególny nacisk na zagadnienia identyfikacji głównej determinanty – zmienności aktywów bazowych. Spośród zaprezentowanych estymatorów, takich jak modele ekonometryczne ARCH i GARCH, implikowany parametr zmienności, procedura EWMA czy klasyczne odchylenie standardowe, Autorka podejmuje próbę wyboru najwłaściwszej metody szacowania zmienności, z punktu widzenia inwestycji na rynku finansowym w Polsce. Dowodem rzetelności badawczej jest sprawdzenie przez Autorkę spełnienia ważnego założenia modeli wyceny instrumentów pochodnych, jakim jest normalny rozkład stóp zwrotu walorów bazowych. Rozdział kończą interesujące rozważania na temat wyboru estymatora zmienności w świetle uzyskanych wyników.

Z punktu widzenia celu pracy, ostatni rozdział recenzowanej publikacji charakteryzuje się największym ciężarem gatunkowym. Sprawnie zostały tutaj zaprezentowane procedury wyceny instrumentów o niesymetrycznym ryzyku, z podziałem na metody numeryczne i analityczne. W ramach tych pierwszych przedstawiono modele dwumianowe i symulacje Monte Carlo, drugą grupę stanowi z kolei model Blacka-Scholesa oraz jego najistotniejsze modyfikacje

i uogólnienia. Zgodnie z tak narzuconym porządkiem Autorka dokonuje następnie szczegółowej analizy użyteczności przedstawionych metod, za której miarę przyjęła przede wszystkim błędy szacunku i ich rozpiętości. Badanie objęło warranty, znajdujące się w obrocie giełdowym oraz opcje kwotowane na rynku międzybankowym w Polsce. Dodatkowym walorem pracy jest ukazanie wyników analizy wpływu poszczególnych determinant na ceny przedmiotowych warrantów i opcji, za pomocą współczynników wrażliwości cen. W porównaniu z wcześniejszymi rozdziałami lekturę tej części opracowania recenzentka ukończyła z lekkim niedosytem rozważań podsumowujących wyniki przeprowadzonych analiz, do czego zdążyła już przyzwyczaić Autorka. Jednakże poczucie to znika po dotarciu do zakończenia książki, w którym zgrabnie powiązано wszystkie szczegółowe wnioski z dokonanych badań w świetle weryfikowanych hipotez badawczych.

Należy zaznaczyć, że Autorka nie wyczerpała zbioru metod szacowania wartości instrumentów pochodnych, pomijając te o wysokim stopniu skomplikowania. Recenzentka rozumie jednak, iż weryfikacja użyteczności takich sposobów wyceny byłaby zadaniem niezwykle trudnym. Z drugiej strony wyniki takich badań posiadałyby niewielkie wartości poznawcze, zważywszy na ograniczone możliwości wykorzystania wspomnianych metod w praktyce.

Zdaniem recenzentki, Autorce udało się w pełni potwierdzić słuszność postawionych na wstępie hipotez. Nie należy jednakże oczekiwać po lekturze niniejszej książki jednoznacznych wskazań co do konkretnych metod wyceny, jako najwłaściwszych do stosowania w polskich warunkach. Autorka z dużą rozwagą i rzetelnością prezentuje wyniki swoich analiz, jednocześnie inspirując czytelnika do własnych refleksji na temat skutecznych rozwiązań przedmiotowego problemu. Nie unika jednakże własnych osądów, dokonując ciekawych powiązań wniosków płynących z przeprowadzonych badań z obserwacjami praktyki obrotu instrumentami pochodnymi.

Recenzowana pozycja napisana jest przystępnym językiem, łącząc w sobie zarówno podstawowe zagadnienia z dziedziny rynków terminowych, jak i prezentację trudnych problemów badawczych. Z tego tytułu książka ta może być adresowana do szerokiego grona odbiorców. Ze względu na dużą liczbę schematów, wykresów, ciekawych porównań, w części teoretycznej tworzy konspekt najważniejszych zagadnień, pomocny adeptom nauk finansowych w zapoznaniu się ze specyfiką funkcjonowania rynków instrumentów pochodnych. Zważywszy na charakter badań i uzyskane wyniki, recenzowana publikacja może wzbogacić wiedzę specjalistów, pracowników instytucji finansowych i inwestorów o interesujące refleksje, mające swoje późniejsze odbicie w badaniach naukowych, a przede wszystkim – decyzjach inwestycyjnych.

Podsumowując powyższe uwagi na temat książki A. Majewskiej – recenzentka gorąco poleca niniejsze opracowanie zarówno osobom profesjonalnie zajmującym się dziedziną finansów i bankowości, inwestorom, jak i studentom nauk finansowych. Publikacja ta posiada wysokie walory dydaktyczne i poznawcze, prezentując bardzo ważki temat z punktu widzenia rozwoju rynku finansowego w Polsce.

Hanna Morawska

E. Morawska, *Klauzula państwa prawnego w Konstytucji RP na tle orzecznictwa Trybunału Konstytucyjnego*, Toruń 2003, Wyd. Dom Organizatora TNOiK, ss. 415.

Wprowadzenie przed blisko piętnastu laty do polskiego systemu prawa zasady państwa prawnego zmieniło w sposób radykalny nie tylko sam porządek normatywny państwa, ale także spowodowało daleko idące przekształcenia w dotychczasowych modelach doktrynalnych i orzeczniczych. Potrzeba odzwierciedlenia na poziomie semiotyki prawnej rewolucyjnej – w znaczeniu Kelsenowskim – zmiany ustrojowej dokonanej w 1989 r. zaowocowała użyciem terminu, który bardziej miał ujmować stan finalny dokonywanych przekształceń politycznych, aniżeli sprawozdawczo określa polskie realia konstytucyjne przełomu lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych. Wyrażenie „państwo prawne”, wywodzące się wprost z określenia niemieckiej doktryny: *Rechtsstaat*, w polskiej literaturze prawniczej mogło znaleźć swój odpowied-