

III. PRZEGLĄD PIŚMIENICTWA

Giełdowa alokacja kapitałów pieniężnych, Elżbieta Grusz-
czyńska-Broźbar, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej
w Poznaniu, ss. 145.

Problematyka giełdowych przemieszczeń kapitałowych należy do bardzo ważnego elementu analiz na polskim rynku kapitałowym. Nie ulega wątpliwości, że dynamiczny rozwój rynku kapitałowego w Polsce w ostatnich latach dwudziestego wieku sprawia, że liczba zainteresowanych technikami nowoczesnego inwestowania zwiększa się bardzo szybko. Z obserwacji rozwoju rynku kapitałowego w Polsce wynika wyraźnie, że badania empiryczne i rozważania metodologiczne dotyczące giełdowej alokacji kapitałów pieniężnych są bardzo ubogie. Warto pamiętać, że właśnie możliwość takiej alokacji jest immanentną cechą rozwiniętego rynku kapitałowego. Bez uwzględniania tego faktu w większości metod analiz stosowanych na rynku kapitałowym nie ma możliwości uzyskania dobrych rezultatów inwestowania, które można byłoby nazwać efektywnymi.

Autorka skupiła się na analizie giełdowych przemieszczeń kapitałowych, koncentrując się przede wszystkim na decyzjach alokacyjnych polskich emitentów papierów dłużnych, obejmując badaniem lata dziewięćdziesiąte dwudziestego wieku. W książce została podjęta próba scharakteryzowania i wskazania najistotniejszych determinant inwestycyjnych kryteriów wyborów oraz metodologia prowadząca do ich interpretacji. Istotną zaletą książki jest wielowątkowy opis rynku długoterminowych kapitałów pieniężnych.

W efekcie przeprowadzonych rozważań i badań Autorka wskazała na prawidłowości w zakresie zachowań inwestorów na rynku obligacji rządowych szczególnie w zakresie dokonywanych przez nich wyborów, które zestawiono z sytuacją na innych rynkach kapitałów pieniężnych. Praca zatem zawiera istotne elementy praktyczne, jak i metodologiczne prowadzące do bliższego określenia i poznania preferencji inwestorów w okresie transformacji gospodarki polskiej i rozwoju rynku kapitałowego.

Zaletą książki jest to, że została ona napisana językiem elementarnym bez zbędnych „zawijasów matematycznych”. Zagadnienia trudne już z definicji są przedstawione rzeczowo i bardzo przystępnie. Czytelnik nie jest przytłaczany matematyką, chociaż omawiane techniki często tego wymagają, a jednak wszystko, co istotne jest przedstawione w sposób jasny i wyczerpujący. Przysporzy to na pewno dużo chętnych do kupienia książki, która wprowadza w zagadnienia niewątpliwie nowe na polskim rynku kapitałowym i niełatwe. Pomimo, że książka jest sygnowana jako podręcznik akademicki, to powinni zapoznać się z nią nie tylko studenci, ale również naukowcy i praktycy rynku kapitałowego. Układ książki jest przejrzysty i wyczerpujący problematykę. Całość książki składa się z czterech rozdziałów, w których przeważa wątek teoretyczny. W rozdziale pierwszym Autorka wprowadza czytelnika w zagadnienia ogólne dotyczące obligacji, która jest jedną z najważniejszych form lokaty na rynku kapitałów pieniężnych. W rozdziale tym przedstawiono pojęcia konieczne do analizy rynku obligacji. Są to: dochód, kapitał, lokata, inwestor, wierzyciel, dłużnik. Pozwala to na precyzyjne przedstawienie zagadnień ogólnych związanych z obligacją. Równie istotne jest przedstawianie definicji związanych z rynkiem pieniężnym i kapitałowym. Przedstawione zostały zasadnicze definicje określające te rynki. Nie jest to zagadnienie łatwe, ponieważ tradycyjnie stosowane kryterium czasu do rozróżnienia tych rynków w dobie nowoczesnych instrumentów finansowych i operacji tak zwanego „rolowania” jest niewystarczające. Wiele instrumentów nie może być jednoznacznie przyporządkowanych do jednego tylko rynku. Autorka zwraca uwagę na pewne kwestie dyskusyjne w tym zakresie. Wydaje się jednak, że można było je znacznie wyraźniej uwypuklić. W rozdziale pierwszym omówiono również instytucjonalne formy transformacji kapitałów pieniężnych, co uzupełnia podmiotową część tego rozdziału. Z tego fragmentu książki można dowiedzieć się, jaka jest organizacja rynku kapitałowego w Polsce oraz jakie zasadnicze funkcje pełni giełda papierów wartościowych. Autorka przedstawia znaczenie obligacji w strukturze papierów wartościowych, wskazując na cechy charak-

terystyczne tego papieru wartościowego oraz różne kryteria klasyfikacji wierzytelnych papierów wartościowych. Rozdział pierwszy kończy podrozdział poświęcony teoretycznym podstawom kryteriów wyboru. Jest on bardzo skromny i niestety nie wyczerpuje możliwości w tym zakresie, jakie są znane i opisane w literaturze przedmiotu. Autorka zajęła się bardzo ogólnie teorią użyteczności, nie wskazując na związki tej części z pozostałą częścią tego rozdziału.

W rozdziale drugim opisane zostały kryteria wyborów lokacyjnych. Jest to bardzo ważna część książki, ponieważ pozwala na bardzo dobre uzmysłowienie, jak trudnym zagadnieniem w praktyce gospodarczej i inwestycyjnej jest podejmowanie decyzji, które są zawsze wyborem. Wybory te Autorka postanowiła pokazać na podstawie funkcji użyteczności. Zatem zasadniczym kryterium jest maksymalizacja dochodu podejmującego decyzję przy uwzględnieniu ryzyka określonej decyzji. Jest to jedno z kryteriów „mini-maksowych”, które budzi stosunkowo najmniejszą wątpliwość w środowiskach naukowych zajmujących się tą problematyką. Zatem układ tego rozdziału został podporządkowany takim założeniom i jest rezultatem ich przyjęcia. Najpierw przedstawiono zagadnienie podejmowania decyzji w warunkach niepewności, do czego bardzo dobrze pasuje funkcja użyteczności. Po teoretycznym określeniu zasad podejmowania decyzji w warunkach niepewności przy przyjęciu za podstawę funkcji użyteczności, Autorka zajęła się szczegółowym omówieniem determinant stopy dochodowości. Szkoda, że na początku rozdziału nie przedstawiono kryteriów i nie wymieniono literalnie tych determinant z podjęciem próby przedstawienia ich rankingu w warunkach polskich. W dalszej części rozdziału drugiego przedstawiono podstawy teorii stopy procentowej, pojęcie nominalnej stopy procentowej, zagadnienia popytu i podaży pieniądza oraz równowagi na rynku pieniądza. Zagadnienia te są tylko przedstawieniem znanych z literatury koncepcji i przy takim podejściu zabrakło tu odniesienia się Autorki do różnych koncepcji szczególnie przez pryzmat pewnej specyfiki polskiego rynku pieniądza, który jest rynkiem sztucznym. Rozdział kończy omówienie ryzyka lokaty w obligacje. Jest to bardzo ważna część rozdziału, ponieważ z reguły inwestycja w obligacje kojarzona jest z inwestycją wolną od ryzyka, co nie jest prawdą. Szkoda, że w tym miejscu zagadnienie ryzyka zostało przedstawione bardzo ogólnie i wybiórczo (tylko niektóre teorie i koncepcje, a przecież nie ma ich tak dużo). Autorka wskazała na źródła ryzyka oraz strategie inwestycyjne. Zdecydowanie zabrakło, chociaż krótkiego, przedstawienia miar ryzyka, jakie są stosowane w przypadku obligacji (literatura w tym zakresie jest dość obszerna).

W rozdziale trzecim opisano metodologiczno-teoretyczne aspekty badań alokacyjnych kryteriów wyboru. Autorka wyszła od stopy dochodowości, wskazując na rodzaje stóp procentowych na rynku obligacji, metody wyceny obligacji, stopę dochodu w okresie do wykupu oraz krzywą stopy dochodu na podstawie teorii struktury stóp procentowych. Na tym tle przedstawiona została całkowita stopa zwrotu dla obligacji. Rozdział kończy ciekawy podpunkt poświęcony statystycznym kryteriom wyboru, jakie można wykorzystać na rynku obligacji. Kryteria te potraktowane zostały zbyt ogólnikowo. Przykładowo w charakterystykach opisowych pominięto w ogóle asymetrię i koncentrację. Miary te w analizach proponowanych przez Autorkę mają szczególne znaczenie. Są one przede wszystkim pierwszą weryfikacją normalności rozkładu, który jest warunkiem poprawnego generowania sygnałów przez przedstawione wcześniej miary opisu zbiorowości statystycznej. Pominięto, chociaż wymieniono na początku (s. 96), całkowicie metody analizy dynamiki zjawisk (ich charakterystykę), a w przypadku analizy współzależności zjawisk przedstawiono jedynie współczynnik korelacji, pomijając w ogóle model ekonometryczny.

Książkę kończy rozdział czwarty poświęcony empirycznej weryfikacji kryteriów wyboru uczestników polskiego rynku jednorocznych i trzyletnich obligacji rządowych. Rozdział ten jest empiryczną weryfikacją metodologii analizy kryteriów wyboru uczestników wtórnego rynku obligacji w Polsce. Autorka scharakteryzowała rynek obligacji w Polsce zarówno od strony podmiotowej, jak i przedmiotowej oraz przedstawiła niezbędne informacje o organizacji tego rynku i zasadach jego funkcjonowania w Polsce. Precyzyjnie omówiono zasady modelowe analizy kryteriów alokacji kapitałów za pośrednictwem rynku obligacji o zmiennym oprocentowaniu. Szczegółniej analizie poddano alokacyjne kryteria wyboru w badaniu współzależności cech. Autorka uwypukliła związki oraz podobieństwa, wskazując na różnice w kryteriach wyboru, dokonywanych przez inwestorów rynku jednorocznych i trzyletnich obligacji rządowych, na podstawie przeprowadzonego badania współzależności cech.

Aktualnie na polskim rynku wydawniczym jest niewiele wartościowych pozycji dotyczących tej problematyki, które nie są tłumaczeniem pozycji anglosaskich dominujących na świecie i uwz-

głędnią realia polskiego rynku kapitałowego. Książka E. Gruszczyńskiej-Brozbar jest świetnym uzupełnieniem polskiego rynku wydawniczego w tym zakresie.

Reasumując, recenzowana książka jest bardzo dobra, a jej walory są nie do przecenienia. Książka będzie z pewnością użyteczna zarówno dla studentów kierunków ekonomicznych uczelni wyższych, naukowców zajmujących się problematyką rynku kapitałowego, jak i praktyków rynku kapitałowego w Polsce (maklerów, doradców inwestycyjnych czy inwestorów giełdowych). Z pełnym przekonaniem książkę można polecić jako wartościową pozycję, z której można się wiele dowiedzieć i poznać ciekawe aspekty giełdowych przemieszczeń kapitałowych na rynku obligacji w Polsce.

Waldemar Tarczyński

Gospodarka i polityka regionalna okresu transformacji,
pod red. W. Kosiedowskiego, Wydawnictwo UMK, Toruń
2001, ss. 330.

Recenzowana książka zasługuje na szczególną uwagę spośród wielu publikacji poświęconych regionalnej polityce gospodarczej i przestrzennej. Na 330 stronach zawarto 21 studiów, ukazujących aktualny stan teorii i praktyki polityki i gospodarki regionalnej w Polsce. Redaktor naukowy książki, a nade wszystko inicjator jej wydania – prof. Wojciech Kosiedowski z Katedry Polityki Ekonomicznej i Gospodarki Regionalnej Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruniu zaprosił do publikacji wyników swoich badań ponad dwudziestu naukowców z ośmiu ośrodków akademickich i badawczych w Polsce. Każde z opracowań zasługiwałoby na osobną recenzję i dlatego niezmiernie trudno jest dokonać rzetelnej oceny tego bardzo wartościowego tomu. Najogólniej rzecz traktując, jednak już na samym początku trzeba podkreślić, że bogactwo zaprezentowanych zagadnień nakazuje z pełnym przekonaniem polecić omawianą publikację tym czytelnikom, którzy w swoich poszukiwaniach naukowych zamierzają jak najszybciej i najefektywniej dotrzeć do sedna problematyki gospodarki regionalnej, nie tracąc czasu na studiowanie setek publikacji, rozproszonych w różnych miejscach. Czytelnicy ci – przede wszystkim studenci i badacze, teoretycy i praktycy – będą z pewnością wielokrotnie wracać do omawianej książki. Ma ona wszelkie szanse, aby przynajmniej w najbliższych latach być dobrym „drogowskazem badawczym”, kierującą uwagę osób zainteresowanych problematyką regionalną na niezbędny konstruktywizm myślenia. Jeśli takie były zamiary prof. W. Kosiedowskiego, który we wstępie podkreśla imperatyw podnoszenia konkurencyjności gospodarki we wszystkich zakresach i przekrojach, to z pełnym przekonaniem można stwierdzić, że intencje te w omawianym tomie udało się zrealizować.

Składa się on z czterech części. Pierwsza spośród nich, którą otwiera interesujące opracowanie teoretyczne R. Domańskiego z Poznania, zawiera w sumie pięć studiów o charakterze metodologicznym. Rozważania i ich efekty w tym zakresie są szczególnie istotne obecnie – w przededniu wstąpienia Polski do Unii Europejskiej, ale jednocześnie w dobie wyraźnego spowolnienia budowy rynkowego ładu gospodarczego w Polsce. Nie wystarczy już zatem ograniczać się do prezentacji postulatów, zawierających nadmiar sformułowań przepełnionych słowami „trzeba” czy „należy” – bez określenia: jak, kto, skąd kapitał, jakie efekty i czyje ryzyko. W tym aspekcie szczególnie wartościowa jest, zawarta w tej części tomu, praca L. Wojtasiewicz z Poznania, która nosi tytuł *Badania regionalne i programowanie rozwoju regionów – nowe koncepcje metodologiczne*. Autorkę tę, znaną z dziesiątek bardzo konkretnych, wcześniejszych opracowań, interesuje przede wszystkim zwiększenie skuteczności badań intraregionalnych. Skuteczność decyzji intraregionalnych, podejmowanych w oparciu o badania, zdaniem L. Wojtasiewicz, powinna być głównym, systematycznie monitorowanym kryterium oceny nie tylko prospołecznej, lecz przede wszystkim proefektywnościowej polityki regionalnej. Polityka ta powinna uwzględniać zestaw