

## Jan Majewski, *Rynki finansowe a nadzór nad korporacją w Japonii* seria Biblioteka Fundacji im. Takashimy

### Review of the book by Jan Majewski, *Financial Markets and Corporate Governance in Japan*

Wydawnictwo TRIO, Warszawa 2007

Wojciech Rogowski\*

Japonia należy do grona największych i bez wątpienia najciekawszych gospodarek świata. W Polsce jej sukcesy gospodarcze wzbudzają fascynację i bywają postrzegane jako wręcz mityczne<sup>1</sup>. Dzieje się tak z powodu odległości geograficznej, specyfiki języka i kultury, jak też rozgłosu towarzyszącego japońskiemu „cudowi gospodarczemu”. Do tego dochodzi fascynacja jakością japońskich produktów, szczególnie elektroniki i samochodów. Może to wzbudzać podejrzenia, że japońską gospodarkę rządzą równie tajemnicze zasady, jakie – wydaje się – rządzą językiem japońskim.

Przekonanie o specyfice japońskiej ekonomii i zarządzania utrwały publikowane w ostatniej dekadzie XX w. wyniki badań porównawczych reguł i praktyki nadzoru korporacyjnego. W ich świetle japońskie *corporate governance* zdaje się odmienne od systemów w takich rozwiniętych gospodarkach, jak Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, Francja czy Niemcy. Polskim czytelnikom fenomen japońskiego *corporate governance* próbowali objaśnić i przybliżyć m.in. R. Guillain (1972), J. Bossak (1975), J. Solarz (1990; 1996), M. Strzyżewska

(1993), F. Fukuyama (1997), B. Gliński (1999), I. Koładkiewicz (1999), J. Grabowiecki (2002; 2006), M. Jerzemowska (2003), A. Słomka-Gołębiowska (2006), A. Ząbkowicz (2006) a ostatnio M. Aluchna (2008).

Spojrzenie na praktykę zarządzania i własności japońskich spółek ukazało skomplikowany system o swoistych mechanizmach. Japońskie spółki funkcjonują głównie w strukturach *keiretsu* (stowarzyszeń, grup przemysłowych, klastrów) na zasadzie długoterminowej współpracy. W strukturze własności takich spółek dominują, przez krzyżujące się udziały, inne spółki ze stowarzyszenia oraz instytucje finansowe (głównie banki, które za pośrednictwem swoich przedstawicieli w radach dyrektorów uczestniczą w podejmowaniu najważniejszych decyzji inwestycyjnych). Akcje spółki są ponadto w posiadaniu dostawców i klientów, struktura akcjonariatu jest stabilna. Takie ukształtowanie *corporate governance* powoduje, że spółka nastawiona jest bardziej na osiągnięcie celów operacyjnych niż na maksymalizację zysku czy wartości dla akcjonariusza. Wynagrodzenia menedżerów pozostają na relatywnie niskim poziomie. W takiej sytuacji trudno zaobserwować problemy agencji, nie występują też przejęcia i fuzje (bank wspiera spółkę w momencie kryzysu, restrukturyzacja odbywa się bez upadłości, nie funkcjonuje ry-

\* Narodowy Bank Polski, Instytut Ekonomiczny; Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Katedra Prawa Administracyjnego i Finansowego Przedsiębiorstw; e-mail: wojciech.rogowski@nbp.pl.

<sup>1</sup> Czego przejawem jest choćby słynne powiedzenie Lecha Wałęsy, że „zbudujemy w Polsce drugą Japonię” (Wałęsa 2000, s. 2).

nek przejść). Choć prawo korporacyjne w Japonii historycznie czerpało inspiracje z niemieckiego prawa spółek, władze japońskich spółek są jednostopniowe (system monistyczny), podobnie jak w USA czy Wielkiej Brytanii. W skład rady dyrektorów wchodzi głównie członkowie wewnętrzni (menedżerowie danej spółki) i nieliczni członkowie zewnętrzni (przede wszystkim bankowcy i byli urzędnicy). Ponieważ główni akcjonariusze nie są formalnie reprezentowani w radzie dyrektorów, oprócz niej funkcjonuje nieformalne ciało kolegialne prezesów spółek *keiretsu*, tzw. *lunch-club*. W trakcie „piątkowych spotkań” z najwyższą kadram zarządzającą omawia się i ustala przyszłe działania i plany strategiczne. Podobnie jak w krajach anglosaskich prezes zarządu jest jednocześnie szefem rady. On też wskazuje kandydatów do rady dyrektorów, jednak czuje się raczej pierwszym pracownikiem niż przedstawicielem akcjonariuszy. Odmienne niż w Niemczech pracownicy nie są reprezentowani bezpośrednio w radach, choć ich związki z firmami są bardzo silne – praktycznie dożywotnie zatrudnienie, wynagrodzenie w zależności od stażu pracy, stałe podnoszenie kwalifikacji, a dla tych z najwyższego szczebla na emeryturze – nawet miejsce w radzie. Choć państwo posiada śladowe ilości akcji spółek, jest istotnym interesariuszem w japońskim nadzorze korporacyjnym, a to za sprawą interwencjonizmu państwa, siły japońskiej administracji gospodarczej (MITI) i nieformalnych relacji spółka – administracja państwowa – polityka (ta sama partia rządziła od lat 40. XX w. do 1993 r.).

Większość wcześniej wymienionych prac oparto na wynikach badań zagranicznych, wtórnych, rzadko na źródłach japońskich. Na tym tle pozytywnie wyróżnia się praca Jana Majewskiego pt. *Rynki finansowe a nadzór nad korporacją w Japonii*, prezentująca analizy wykorzystujące oryginalne, liczne źródła w języku japońskim, jak też obserwacje poczynione w trakcie pobytu Autora w Japonii<sup>2</sup>. Dzięki temu jest jedną z najbardziej szczegółowych i wyczerpujących w polskim piśmiennictwie analiz japońskiego systemu finansowego i jego historii, od końca XVI w. do początków XXI w. (część II książki). Uwypuklono w niej związki z systemem władania korporacyjnego, zwłaszcza ukształtowanego po II wojnie światowej (część III). Pierwszą część książki Autor poświęcił pojęciu i genezie nadzoru korporacyjnego.

Gospodarka Japonii po II wojnie światowej to klasyczny przykład „kierowanej gospodarki rynkowej typu keynesowskiego”, która osiągnęła znaczne sukcesy gospodarcze, ale nie była wolna od poważnych problemów rozwojowych (Kozłowski 1998, s. 136). Niektóre z nich wiążą się z niesprawnością władania korporacyjnego, które jest obecnie poddawane krytyce i reformowane (Fukao 2003, s. 289). Nadzór korporacyjny

decyduje o strategiach realizowanych przez firmy i ich rezultatach, składających się finalnie na wzrost gospodarczy kraju. Autor słowem „klasyczny” określa opisany powyżej system nadzoru korporacyjnego w powojennej Japonii. Jego zdaniem poza czynnikami historycznymi (tradycja biznesu, okupacja) i społecznymi (zachowania pracowników, kultura), kształtującymi system nadzoru korporacyjnego Japonii, charakterystyczne cechy tego systemu wynikają przede wszystkim z „nierynkowego mechanizmu koordynacji rynków finansowych i kapitałowych” (s. 17). Taka polityka gospodarcza była prowadzona praktycznie do końca lat 90 XX w. Rynki kapitałowe i finansowe koordynowane były wtedy przez „kartel publiczny” banków komercyjnych pod kierunkiem administracji rządowej (Ministerstwa Finansów) i Banku Japonii. Koordynacja ta polegała m.in. na faktycznym ograniczeniu konkurencji w systemie bankowym, administracyjnym ustalaniu marży bankowej, na poziomie gwarantującym osiąganie zysków nawet najmniej efektywnym bankom (tzw. konwojowanie banków), a także na stosowaniu „podwartościowej” stopy procentowej wobec klientów. Taka struktura rynku bankowego, w połączeniu z brakiem aktywności rynku kapitałowego, zablokowanego przez powiązania krzyżowe, absorpcję akcji przez banki i pasywność indywidualnych akcjonariuszy, umożliwiła przyspieszoną akumulację kapitału firm i banków (szczególnie dużych i endogenicznie efektywnych dzięki dodatkowej rentie ekonomicznej) oraz finansowanie wzmożonej działalności inwestycyjnej sektora przedsiębiorstw zgodnie z rządową strategią rozwoju. Umocniło to rolę banków w nadzorze korporacyjnym, które wcześniej były obecne w tradycyjnych strukturach sieciowych przedsiębiorstw (*zaibatsu*). Przetrwaly one II wojnę światową, ale ze względów politycznych zostały pozbawione przywództwa rodzin władających wcześniej tymi holdingami. W nowym układzie rolę właścicieli zastępowały nieformalne relacje pomiędzy administracją gospodarczą, bankami i firmami. J. Majewski szczegółowo analizuje towarzyszący interwencjonistycznej polityce gospodarczej „międzysektorowy transfer ryzyka finansowego” (od gospodarstw domowych i przedsiębiorstw przez banki do skarbu państwa), powodujący „międzysektorowy rozkład renty ekonomicznej” z tego tytułu. Dowodzi, że taka polityka umożliwiała wytworzenie się oraz trwanie niektórych zjawisk i cech wyróżniających japońskie *corporate governance*. Na przykład nadzór korporacyjny ze strony wierzycieli i kontrahentów, chroniony systemem redukcji ryzyka, pozwalał korporacjom budować długoterminowe strategie i zapewniał pełne gwarancje zatrudnienia, ale jednocześnie zniekształcał rynek pracy, w tym rynek talentów menedżerskich. Przejęcie ryzyka funkcjonowania banków przez państwo doprowadziło do sytuacji, w której banki udzielały kredytów, nawet gdy kredytobiorca stał się niewypłacalny. Było to możliwe dzięki stabilnym więzom łączącym je ze spółkami

<sup>2</sup> Szkoda, że w tej sytuacji Autor nie uzupełnił japońskich tytułów cytowanych prac tłumaczeniem na polski lub choćby angielski, jak to jest w praktyce zachodnich publikacji, gdy cytuje się prace w mniej znanych językach.

i wskazuje na zależność między typem nadzoru korporacyjnego a stanem przedsiębiorstwa (tzw. *contingency governance*). Restrukturyzacja upadających przedsiębiorstw prowadzona przez banki była czterokrotnie droższa niż prowadzona przez inne podmioty, np. korporacje przejmujące, fundusz restrukturyzacji (Inoue et al. 2008, s. 14).

Trzecia część książki w interesujący sposób ukazuje, jak instytucje ekonomiczne są deformowane przez interwencję administracyjną. Jest to przykład udanej analizy ekonomii instytucjonalnej. Jej wartość byłaby jeszcze większa, gdyby Autor poszedł krok dalej i precyzyjnie wskazał ostateczne skutki ekonomiczne opisywanych przez niego mechanizmów oraz beneficjentów systemu i tych, którzy płacą ostateczny rachunek. Interwencjonistyczna polityka gospodarcza państwa japońskiego, którego elementem był „klasyczny” japoński nadzór korporacyjny, przyczyniła się do osiągnięcia w latach 60. i 70. XX w. bezkonkurencyjnej pozycji gospodarczej Japonii (Ząbkowicz 2006, s. 17; Mosk 2008, s. 353). Okazała się jednak zawodna w obliczu globalizacji, nadającej ton gospodarce światowej w kolejnych dekadach. Spuścizną takiej polityki były bez wątpienia kryzys finansowy, spowodowany m.in. stratami banków z powodu niespłaconych kredytów, oraz regresja gospodarcza lat 90. XX w. Japoński „cud gospodarczy” zakończył się słynnym kryzysem spekulacyjnym na rynku kapitałowym i nieruchomości. Choć straty sięgały dziesiątków miliardów jenów, dzięki interwencji państwa udało się utrzymać stabilność finansową, jednak gospodarka straciła tempo rozwoju.

Lata 90. XX w. są określane jako „stracona dekada” z powodu utraty zamożności i bezpieczeństwa socjalnego obywateli oraz spadku tempa wzrostu gospodarczego, które w tym okresie było trzykrotnie mniejsze niż średnia OECD. W rankingu według wielkości PKB *per capita* Japonia od 1991 r. (wtedy 5. miejsce na świecie) stale obniża swoją pozycję i zajmuje obecnie 17. miejsce, co oznacza cofnięcie się do poziomu z 1975 r. (Alexander 2008, s. 143). Pozycję lidera międzynarodowej konkurencyjności Japonia utraciła już w 1992 r. (Grabowiecki 2006, s. 168). Interwencje państwa zwiększyły dług publiczny, który jest obecnie blisko dwukrotnie większy od PKB Japonii, co oznacza, że jest to najbardziej zadłużony kraj świata (OECD 2008, s. 37). Skutki kryzysu są lub będą odczuwane przez wszystkich mieszkańców liczącego dziś 128 mln obywateli państwa. Poziom obciążeń podatkowych w Japonii jest jednym z najniższych w OECD, jednak w tej dekadzie wzrosły one już o 10%, a zapowiadana jest dalsza ekspansja fiskalna. „Klasyczny” model japońskiego *corporate governance* doprowadził do faworyzowania przedsiębiorstw i zaniedbywania nie tylko interesów akcjonariuszy (m.in. za sprawą ich bierności), lecz także – paradoksalnie – pracowników, tym razem w roli konsumentów. Choć deflacja w latach 1998–2007 wyniosła 3%, ceny produktów konsumpcyjnych i usług w Japonii należą do najwyższych na świecie

ci i są zawyżone m.in. z powodu polityki ochrony rynków, sztywnego zatrudnienia i tolerowania licznych karteli. Japońska gospodarka w porównaniu z innymi krajami rozwiniętymi wciąż ma charakter gospodarki zamkniętej m.in. ze względu na niskie inwestycje zagraniczne, bardzo małą penetrację zagraniczną importu, niewielki udział korporacji transnarodowych w handlu. Ujemny przyrost naturalny i szybkie starzenie się społeczeństwa rodzą obawy o wydolność funduszy ubezpieczeniowych i emerytalnych, głównych akcjonariuszy japońskich banków (Horioka et al. 2007; Pilling 2007, s. 4). Bez tych uzupełnień obraz japońskiego „klasycznego” nadzoru korporacyjnego, którego istotę, elementy i genezę rzeczowo przedstawił J. Majewski, będzie niepełny.

Lektura książki prowokuje dalsze pytania. Czy trwale przełamano słabości instytucjonalne powodujące kryzys? Jaki jest obraz nadzoru korporacyjnego dzisiejszej Japonii, nadal wysoko rozwiniętego kraju, ale znów stojącego na skraju recesji? „Stracona dekada” okazała się dekadą zmian, czasem przełomu i modernizacji w obszarze prawa korporacyjnego, upadłościowego, rachunkowości, prawa bankowego i rynku kapitałowego, czyli prawnych podstaw *corporate governance*. Dokonywane zmiany w najważniejszych ustawach i kodeksach, niektóre wprowadzane bardzo szybko, potwierdziły tezę, że przyczyny japońskiego kryzysu tkwią w sferze nadzoru korporacyjnego, choć nie były to jedyne czynniki<sup>3</sup>. Jak wspomina J. Majewski, po 1993 r. usunięto większość instrumentów administracyjnych ograniczających konkurencję na rynku finansowym, jednak największe znaczenie miały reformy strukturalne z lat 1996–2001, określane mianem wielkiego otwarcia (*Big Bang*). Zreformowano nadzór bankowy i bank centralny, wzmacniając jego niezależność (Toya 2006, s. 2). Kilka razy istotnie znowelizowano kodeks handlowy *Kaisha-ho* (m.in. zniesiono wymóg minimalnego kapitału założycielskiego, wprowadzono instytucję zewnętrznego audytora, przywrócono nabywanie akcji własnych, umożliwiono *split* akcji oraz *spin-off*, ułatwiające restrukturyzację, umożliwiono również tworzenie komitetów rady dyrektorów). Ponadto znowelizowano prawo antymonopolowe (m.in. przywrócono możliwość tworzenia holdingów kapitałowych, ograniczono działanie karteli) oraz zmieniono prawo podatkowe i rachunkowe, m.in. wprowadzając bilanse skonsolidowane i większą jawność danych finansowych (Vogel 2006, s. 91). Obniżenie kosztu pozwu w sprawach korporacyjnych służyć miało uaktywnieniu nadzoru ze strony drobnych akcjonariuszy (Kliesow 2001, s. 18). Już w XXI w. dokonano dalszych zmian w prawie bankowym, promując dyscyplinę rynkową, niezależnych audytorów oraz nadzór bankowy na wzór zachodni, co ułatwia rozwiązywanie problemów ze „złymi” kredytami. Trzeba zaznaczyć, że wiele innych

<sup>3</sup> Miwa i Ramseyer za główną przyczynę kryzysu uznają wadliwe reguły regulacji stosowane przez państwo, a nie specyfikę nadzoru korporacyjnego (m.in. istnienie *keiretsu*), którą kontestują, por. Stern (2003, s. 335).

Tabela. Zróżnicowanie cech i instrumentów nadzoru korporacyjnego w japońskich spółkach niefinansowych (badana populacja 723 firmy, 2003 r.)

	Spółki stosujące tradycyjny model nadzoru korporacyjnego	Spółki stosujące hybrydowy model nadzoru korporacyjnego
Udział spółek danego typu w badanej populacji (w %)	42	24
Udział spółek danego typu w zatrudnieniu (w %)	15	67
Średnie zatrudnienie w spółce	856	6 293
Institucja finansowa <sup>a</sup>	21,9	43,7
Spółka niefinansowa <sup>a</sup>	32,7	17,6
Inwestorzy indywidualni <sup>a</sup>	42,0	23,3
Inwestorzy zagraniczni <sup>a</sup>	2,6	14,5
„Dożywotnie zatrudnienie” <sup>b</sup>	100	94
Wynagrodzenie motywacyjne <sup>b</sup>	0	45
Opcje na akcje <sup>b</sup>	19	39
Funkcjonowanie związków zawodowych <sup>b</sup>	70	99
Wskaźnik przejrzystości CGI <sup>c</sup>	7,9	18,2
Wskaźnik ochrony inwestorów CGI <sup>c</sup>	3,9	7,2
Stopa zwrotu z aktywów – ROA (w %)	0,00	0,96

<sup>a</sup> Średnia wielkość posiadanego pakietu, w % ogółu akcji spółki.

<sup>b</sup> Udział procentowy spółek stosujących instrument.

<sup>c</sup> Im wyższy wskaźnik, tym lepsza ochrona praw drobnych akcjonariuszy.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Jackson, Miyajima (2007, s. 34);

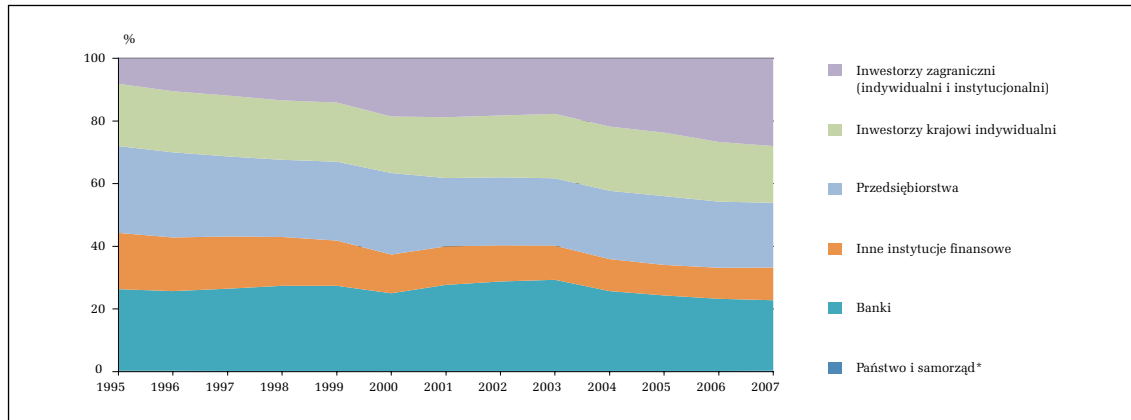
propozycji zmian w prawie nie zyskało wystarczającego poparcia (np. obowiązek udziału w radzie tzw. niezależnych, zewnętrznych dyrektorów). W 2004 r. opublikowano zasady *corporate governance* w spółkach notowanych na tokijskiej giełdzie, oparte na formule *comply or explain* (TSE 2007, s. 1). Reformami objęto również struktury administracji państwa, co jest uważane za definitywne zakończenie trwającej ponad pół wieku polityki gospodarczej typu wojennego z lat 30. i 40. XX w. (Alexander 2007, s. 198). W ślad za reformą prawa następowały zmiany w zachowaniu spółek, ich właścicieli (akcjonariuszy), menedżerów i pracowników. Ich pierwsze skutki są już widoczne.

Z najnowszych badań wyłania się obraz dzisiejszej praktyki nadzoru korporacyjnego w Japonii (Aoki et al. 2007 s. 339; Seki 2005, s. 381). W starciu tradycji z pragmatyzmem tworzy się nowy hybrydowy model nadzoru korporacyjnego, łączący tradycyjne instrumenty modelu japońskiego i nowe (w Japonii) instrumenty charakterystyczne dla modelu anglosaskiego. Obecnie mamy do czynienia z jednoczesnym występowaniem spółek funkcjonujących według starych, tradycyjnych zasad (42% badanych) oraz spółek stosujących hybrydowy nadzór korporacyjny, które w pełni wykorzystują nowe rozwiązania (24% spółek, 2/3 łącznego zatrudnienia). Pozostałe korporacje przyjęły jedynie niektóre rozwiązania tak, że obecnie trudno je przyporządkować do powyższych grup (34%, 18% zatrudnionych). Spółki typu hybrydowego (*hybrid J-type*) wyróżniają się obec-

nością niezależnych dyrektorów w radach zewnętrznych, stosowaniem programów motywacyjnych dla menedżerów opartych m.in. na opcjach na akcje. W większym stopniu wykorzystują obligacje jako źródło finansowania, rozluźniły więzi z bankami, często mają zagranicznych akcjonariuszy oraz inwestorów instytucjonalnych. Spółki te w większości deklarują, że stosują jednocześnie tradycyjne zasady długoletniego i stabilnego zatrudnienia, jednak wynagrodzenia w coraz większym stopniu zależą nie od stażu pracy, lecz od uzyskiwanych wyników. W spółkach tradycyjnych (*J-type*) utrzymuje się „dożywotnie” zatrudnienie i wynagrodzenie zależne od stażu pracy, programy motywacyjne są rzadkością (19%), a dotychczasowe relacje finansowe z bankami są podtrzymywane (por. tabela 1). Znakiem dokonujących się reform są: dziesięciokrotny wzrost liczby oraz wartości fuzji i przejęć (od 1993 r.), zmiany w strukturze własności spółek notowanych na tokijskiej giełdzie (wykres) oraz spadek udziału tzw. stabilnego akcjonariatu, charakterystycznego dla japońskiej gospodarki („The Economist” 2007, s. 8). Wynika to ze zmniejszenia skali tzw. krzyżowego posiadania udziałów i rozluźnienia więzi w *keiretsu* (Pease et al., 2006, s. 618). Zwiększa się rola akcjonariuszy zagranicznych w japońskich spółkach (zaangażowanie powyżej 30% kapitału dotyczy 8% spółek notowanych w 2007 r. (TSE 2007 s. 4), ale jednocześnie maleje liczba zagranicznych spółek notowanych w Japonii<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Obecnie na tokijskiej giełdzie notowane są tylko 22 grupy spółek, w 1991 r. było ich 127 (za „Financial Times”, 5 sierpnia 2008 r., s. 25).

Wykres. Zmiany w strukturze akcjonariatu spółek notowanych na Tokyo Stock Exchange w latach 1996–2007 wg wartości rynkowej\*



\* Udział państwa i samorządu lokalnego w strukturze akcjonariatu poniżej 1%.

Źródło: opracowanie własne wg TSE (2008, s. 61).

Inwestorzy zagraniczni (głównie Amerykanie i Brytyjczycy) odgrywają coraz większą rolę i przyczyniają się do upowszechnienia nowych zachowań i instrumentów nadzoru. Proces ten ma ograniczony zasięg, gdyż inwestycje zagraniczne (FDI) stanowią dotychczas jedynie około 2% PKB Japonii, podczas gdy w krajach UE wskaźnik ten wynosi 20–30% PKB i więcej (dane Eurostat). Można przypuszczać, że proces ten będzie się nasilał wraz z otwieraniem się gospodarki Japonii. Podobnie jak w większości innych krajów wyobrażenie o kształcie i problemach nadzoru korporacyjnego dają informacje o spółkach giełdowych. Rynek giełdowy w Japonii jest rozległy (blisko 2400 spółek notowanych na giełdzie w Tokio, kapitalizacja rynku sięga 70% PKB, co stawia go pod tym względem w jednym rzędzie z rynkami w Niemczech, Hiszpanii czy we Włoszech), jednak obejmuje tylko największe korporacje. Słabo rozpoznane są wzorce i problemy nadzoru korporacyjnego w japońskich średnich i małych przedsiębiorstwach. („The Economist” 2008, s. 65). Pokolenie założycieli licznych firm rodzinnych z okresu „cudu gospodarczego” osiągnęło wiek emerytalny i ich dotychczas tradycyjnie zarządzane przedsiębiorstwa stają przed poważnymi problemami sukcesji. Zmiana pokoleniowa – zarówno w małych przedsiębiorstwach, jak i wielkich koncernach – powinna spowodować przyśpieszenie reform w japońskim nadzorze korporacyjnym.

Powyższe obserwacje dowodzą kolejnej tezy, która bezpośrednio wynika z książki J. Majewskiego. Jeśli w wyniku reform przestano stosować nierynkowy mechanizm koordynacji rynków finansowych i kapitałowych, odpowiedzialny, zdaniem Autora, za kształt japońskiego klasycznego nadzoru korporacyjnego, to wraz z przyjmowaniem modelu rynkowej koordynacji powinny zanikać „stare” instrumenty i pojawiać się „nowe”. Są one charakterystyczne dla liberalnej gospodarki rynkowej i współistnieją z niektórymi tradycyjnymi, „kla-

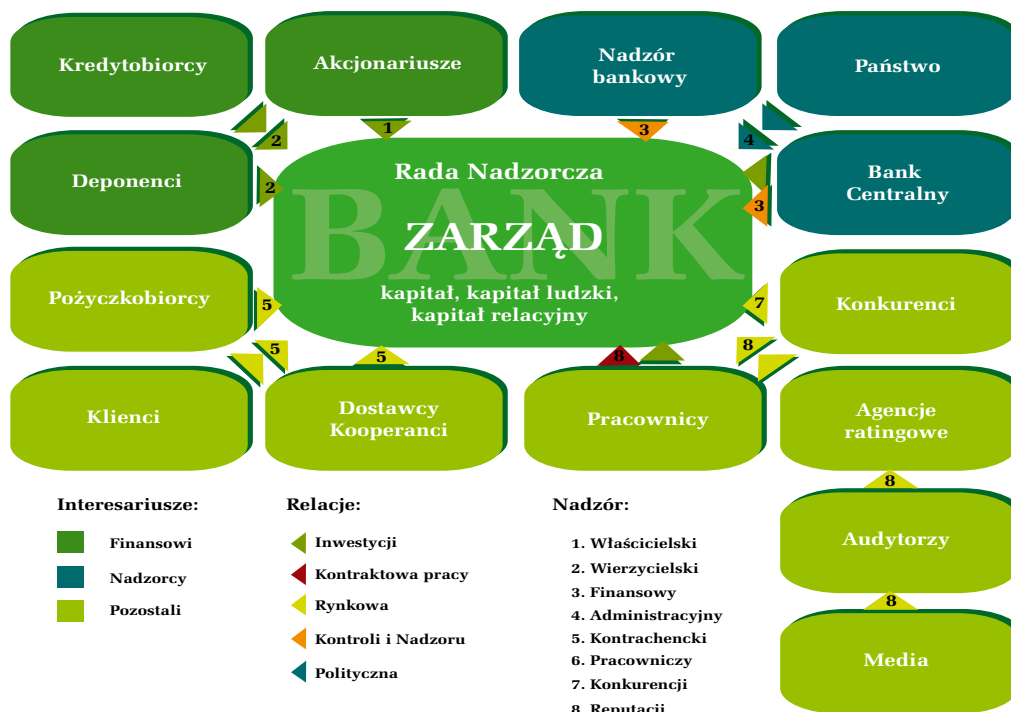
sycznymi” instrumentami, których powstanie wynika z innych uwarunkowań niż polityka gospodarcza (np. kulturowych, tradycji biznesu). Model nadzoru korporacyjnego w narodowym systemie gospodarczym kształtują poza polityką gospodarczą m.in. czynniki historyczno-prawne (*law origin*), kulturowe i socjologiczne (*path dependency*), polityczne, rynkowe, a w ostatnim okresie w coraz większym stopniu globalizacja. Tym wnioskiem J. Majewski otwiera nową perspektywę, wychodząc na przeciw pytaniom formułowanym przez innych autorów – dokąd zmierza japoński nadzór korporacyjny (Aoki 2007, s. 427; Yoshikawa et al. 2007; Buchanan, Deakin 2007, s. 20; Altunbas et al. 2007; Mosk 2008, s. 284).

\*\*\*

*Corporate governance* od ponad 20 lat jest przedmiotem wielu badań oraz rozległej dyskusji naukowej i publicznej, jednak termin ten wciąż wzbudza kontrowersje, zarówno jeśli chodzi o znaczenie, jak i zakres. W Polsce dyskusja dotyczy wciąż terminologii – znalezienia najlepszego polskiego odpowiednika *corporate governance*. J. Majewski w pierwszej części książki oprócz przybliżenia podstaw teoretycznych władania korporacyjnego dokonał przeglądu kilkudziesięciu definicji *corporate governance* autorów zagranicznych i polskich, do 2002 r. Nie zaakceptował żadnego ze stosowanych obecnie polskich odpowiedników, lecz zaproponował własne określenie „nadzór nad korporacją”<sup>5</sup>, zamiast powszechnie stosowanych zwrotów „nadzór korporacyjny” czy „władanie korporacyjne”. Uważam, że ostatni zwrot najlepiej oddaje sens ekonomiczny relacji między organami spółki, jej dostawcami i odbiorcami, akcjonariuszami i pracownikami oraz zewnętrznymi źródłami finansowymi. Kładzie się w nim akcent na władanie przez właściciela (mocodawcę) i zarządzanie przez zarządcę (pełnomoc-

<sup>5</sup> Nawiązując do wczesnego tłumaczenia terminu „nadzór nad spółką” zaproponowanego w pracy Frydmana i Rapaczyńskiego (1995).

Schemat. Strony władania korporacyjnego (corporate governance) na przykładzie banku – interesariusze, relacje i rodzaje nadzoru



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Koładkiewicz (1999, s. 39), Rogowski (2006, s. 65) oraz recenzowanej książki (s. 41).

nika). Analizy nadzoru korporacyjnego w bankowości ujawniły – przez odniesienie dwóch bliskich pojęć: nadzór bankowy i nadzór korporacyjny, do angielskich pierwowzorów<sup>6</sup> (*banking supervision* i *corporate governance*) – nieadekwatność określenia „nadzór” w przypadku *corporate governance* (Rogowski 2006). Może to być dodatkowym argumentem za przyjęciem zwrotu „władanie korporacyjne”. Za terminem tym przemawia ponadto złożoność zjawiska, w którym „nadzór” jest tylko jedną z wielu relacji. Ze względu na utrwalenie się bliźniaczego terminu „nadzór bankowy” (a nie „nadzór nad bankami”, choć taka jest semantyka), innowacja J. Majewskiego, by „nadzór korporacyjny” przemianować na „nadzór nad korporacją”, będzie zjawiskiem chwilowym.

Autor książki przez „nadzór nad korporacją” rozumie „całokształt stosunków mikro- i makroekonomicznych, prawnych, instytucjonalnych oraz społeczno-kulturalnych, determinujących pole możliwych zachowań korporacji i stanowiący istotny podsystem społeczno-gospodarczy” (s. 14). Jednocześnie jest on „pochodną innych podsystemów gospodarki (systemu finansowego, fiskalno-budżetowego, pracy oraz współpracy z zagranicą)

determinujących powstanie jego mechanizmów” (s. 14). Próbując ująć wszystkie uwarunkowania instytucjonalne, w definicji tej nie oddano jednak istoty władania korporacyjnego ani jego struktury. *Corporate governance* jest złożonym systemem, składającym się z zasad prawnych, struktur instytucjonalnych oraz ukształtowanej praktyki, które łącznie kreują relacje i reguły gry pomiędzy organami a interesariuszami przedsiębiorstwa i jego otoczeniem (por. schemat). System ten determinuje, kto, jakimi metodami (mechanizmami) i na ile skutecznie włada jednostką gospodarującą (przedsiębiorstwem/instytucją), tak aby zapewnić wszystkim stronom (interesariuszom) zaangażowanym w funkcjonowanie podmiotu wynagrodzenie ich partycypacji (wkładu/inwestycji), a jednocześnie zapewnić mu rozwój i wzrost wartości (Rogowski 2006, s. 16).

Pod względem celu przedsiębiorstwa można wyróżnić dwa główne modele władania korporacyjnego (Koładkiewicz 1999, s. 35; Mallin 2007, s. 57)<sup>7</sup>. Są to: model finansowy, ukierunkowany na zwiększanie wartości spółki dla akcjonariuszy (*shareholder value perspective*), i model społeczny (lepiej: „wspólnotowy”),

<sup>6</sup> Oba pojęcia mają wzorce anglosaskie, przy czym pojęcie nadzoru bankowego zaczęto stosować w Polsce prawie pół wieku wcześniej.

<sup>7</sup> Choć nie jest to obecnie jedyne ujęcie modelowe por. Aoki *et al.* (2007, s. 436). Interesujące jest pytanie, na ile późniejsze badania empiryczne potwierdziły istotność tych koncepcji (modeli).

skoncentrowany na trwałości istnienia spółki i równym podziale wzrostu wartości między różnych interesariuszy (*stakeholders value perspective*), niekoniecznie tylko pracowników. Inwestorzy są szczególnymi i bardzo ważnymi interesariuszami spółki (dostarczają środki finansowe), ale tylko jednymi z wielu. Równie istotni są klienci (dzięki ich decyzjom konsumenckim możliwe jest istnienie przedsiębiorstwa), pracownicy i menedżerowie (dostarczają kapitał intelektualny niezbędny do budowy zwycięskich strategii).

\*\*\*

Na zakończenie jeszcze drobna polemika z Autorem interesującej książki o losach japońskiego nadzoru korporacyjnego. Nie podzielam opinii Autora (s. 38), że problemy *corporate governance* (np. konflikt interesów) pojawiły się po raz pierwszy w historii gospodarczej z chwilą powstania niderlandzkiej Kompanii Wschodnioindyjskiej

(*Vereenigde Oost-Indische Compagnie* – VOC) w 1602 r. Jeśli już przywołano ten przykład, to warto przypomnieć, że akurat w tym przypadku problemy nadzorcze pojawiły się dopiero w kilkanaście lat po powołaniu spółki. Przez pierwsze dekady w spółce tej nie było ani rady nadzorczej, ani takiej funkcji, nie sporządzano raportów rocznych (ale nie wypłacano też dywidendy), zaufanie udziałowców do kierujących spółką menedżerów było całkowite, celem – rozwój handlu. Oparta na zaufaniu spółka VOC – w zreformowanej w 1623 r. formie, z radą nadzorczą (Radą Dziewięciu) i komitetem audytu – funkcjonowała nieprzerwanie do końca XVIII w. i pozostawiła po sobie ogromne dziedzictwo. Wracając do poszukiwań prapoczątków *corporate governance* – moje badania nie sięgają co prawda jeszcze czasów Adama i Ewy, ale już księgi Nowego Testamentu zarejestrowały problemy tego rodzaju<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Por. Ewangelia Św. Łukasza; 16, 1–8 (Przypowieść o nielojalnym zarządcy).

## Bibliografia

- Alexander A. (2008), *The Arc of Japan's Economic Development*, Routledge, New York, London.
- Altunbas Y., Kara A., van Rixtel A. (2007), *The corporate governance and corporate ownership: The investment behaviour of Japanese institutional investors*, "Documentos Ocasionales", No. 703, Banco de Espana, Madrid.
- Aluchna M. (2008), *Japoński system corporate governance*, w: M. Aluchna i P. Płoszajski (red.), *Zarządzanie japońskie. Ciągłość i zmiana*, SGH, Warszawa.
- Aoki M., Jackson G., Miyajima H. (red.) (2007), *Corporate Governance in Japan*, Oxford University Press.
- Bossak J. (1975), *Keiretsu – organizacja i mechanizm działania japońskich superkonglomeratów*, „Ekonomista”, nr 5, s. 1101–1111.
- Buchanan J., Deakin S. (2007), *Japan's Paradoxical Response to the New 'Global Standard' in Corporate Governance*, "Working Paper", No. 87, European Corporate Governance Institute, Brussels.
- Frydman R., Rapaczyński A. (1995), *Prywatyzacja w Europie Wschodniej: czy państwo traci na znaczeniu?*, Znak, Kraków.
- Fukao M. (2003), *Japan's Lost Decade and Weaknesses In Corporate Governance*, w: R.M Stern (red.), *Japan's Economic Recovery*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Fukuyama F. (1997), *Zaufanie. Kapitał społeczny a droga do dobrobytu*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, Wrocław.
- Gliński B. (1999), *Rządzenie i zarządzanie w Japonii*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Zarządzania i Marketingu, Warszawa.
- Guillain R. (1972), *Japonia trzecie mocarstwo*, Książka i Wiedza, Warszawa.
- Grabowiecki J. (2002), *Keiretsu organizacja, mechanizm funkcjonowania oraz kierunki zmian japońskich grup kapitałowo-przemysłowych*, „Ekonomista”, nr 1, s. 81–108.
- Grabowiecki J. (2006), *Grupy kapitałowo-przemysłowe keiretsu w nowych uwarunkowaniach rozwojowych gospodarki Japonii. Przyczyny regresu*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku.
- Horioka C.Y., Suzuki W., Hatta T. (2007), *Aging, Saving, and Public Pensions in Japan*, "Working Paper", No. 13273, NBER, Cambridge.
- Inoue K., Kato H. K., Bremer M. (2008), *Corporate restructuring in Japan: Who monitors the monitor?*, "Journal of Banking and Finance", Vol. 32, No. 12, s. 2628–2635.
- Jackson G., Miyajima H. (2007), *The Diversity and Change of Corporate Governance In Japan*, w: M. Aoki, G. Jackson, H. Miyajima (red.), *Corporate Governance in Japan*, Oxford University Press.
- Jerzemska M. (2003), *Kształtowanie się japońskiego systemu finansowego*, „Prace i Materiały”, nr 2, Uniwersytet Gdański, Wydział Zarządzania.

- Kliesow O. (2001), *Aktionärsrechte und Aktionärsklage in Japan: gesetzliche Regelungen und soziale Wirklichkeit*, Mohr Siebeck, Tübingen.
- Koładkiewicz I. (1999), *Nadzór korporacyjny w nowoczesnym społeczeństwie*, w: I. Koładkiewicz (opr. i tłum.), *Nadzór korporacyjny. Perspektywa międzynarodowa*, Poltext, Warszawa.
- Kozłowski S.G. (1998), *Systemy ekonomiczne. Analiza porównawcza*, Wydawnictwo UMCS, Lublin.
- Mosk C. (2008), *Japanese Economic Development. Markets, Norms, Structures*, Routledge, London, New York.
- OECD (2008), *Economic Surveys Japan*, [http://www.oecd.org/document/17/0,3343,en\\_2649\\_33733\\_40353553\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/document/17/0,3343,en_2649_33733_40353553_1_1_1_1,00.html).
- Pease S., Paliwoda S., Slater J. (2006), *The erosion of stable shareholder practice in Japan*, "International Business Review", Vol. 15, s. 618–640.
- Pilling D. (2007), *Recovery but still no feel-good factor*, "Financial Times", 19 October.
- Rogowski W. (2006), *Władanie korporacyjne w kształtowaniu stabilności finansowej – na przykładzie sektora bankowego*, niepublikowana rozprawa doktorska, SGH, Warszawa.
- Seki T. (2005), *Legal Reform and Shareholder Activism by Institutional Investors in Japan*, "Corporate Governance. An International Review", Vol. 13., No. 3, s. 377-385.
- Słomka-Gołębiowska A. (2006), *Corporate governance. Banki na straży efektywności przedsiębiorstw*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa.
- Solarz J.K. (1990), *Ewolucja japońskiego systemu bankowości i polityki monetarnej*, NBP, Warszawa.
- Solarz J.K. (1996), *Rozwój systemów bankowych*, Wydawnictwo Zarządzanie i Finanse, Warszawa.
- Stern R.M. (2003), *Japan's Economic Recovery*, Edward Elgar 100806040200 r, Cheltenham.
- Strzyżewska M. (1993), *Oddziaływanie państwa na gospodarkę Japonii*, w: S. Golinowska, T. Oleksyn, M. Strzyżewska (red.), *Systemy negocjacyjne w gospodarce Japonii*, „Studia i Materiały”, nr 11, IPISS, Warszawa.
- "The Economist" (2008), *Under pressure. Japan's Mittelstand*, 8 March.
- "The Economist" (2007), *Message in a bottle of sauce*, 1 December.
- Toya T. (2006), *The political economy of Japanese Financial Big Bang*, Oxford University Press, Oxford.
- TSE (2008), *Tokyo Stock Exchange Fact Book*, Tokyo Stock Exchange, Tokyo.
- TSE (2007), *White Paper of Corporate Governance 2007*, Tokyo Stock Exchange, Tokyo.
- Wałęsa L. (2000), *Moja Japonia*, „Tygodnik Powszechny”, <http://www.tygodnik.com.pl/japonia/walesa.html>
- Vogel S.K (2006), *Japan Remodeled*, Cornell University Press, Ithaca.
- Yoshikawa T., Tsui-Auch L.S., McGuire J. (2007), *Corporate Governance Reform as Institutional Innovation: The Case of Japan*, „Organization Science”, Vol. 18, No. 6, s. 973-988.
- Ząbkowicz A. (2006), *Instytucje i wzrost gospodarki Japonii*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków.



# Kamilla Marchewka-Bartkowiak *Zarządzanie długiem publicznym. Teoria i praktyka państw Unii Europejskiej*

## Review of the book by Kamilla Marchewka-Bartkowiak, *Theory and Practice of Public Debt Management in EU Member States*

Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008

*Andrzej Wernik\**

Dostępna w języku polskim literatura dotycząca długu publicznego jest bardzo uboga. Dlatego z radością należy powitać ukazanie się książki Kamilli Marchewki-Bartkowiak *Zarządzanie długiem publicznym. Teoria i praktyka państw Unii Europejskiej*. Autorka od dłuższego czasu zajmuje się problematyką zarządzania długiem i wydała już wiele publikacji na ten temat, w tym w 2003 r. książkę *Zarządzanie długiem publicznym w krajach UE oraz w Polsce* (Marchewka-Bartkowiak 2003). Obecna książka nie jest jednak zmodyfikowaną wersją tej z 2003 r. Została napisana na nowo, pogłębiona od strony teoretycznej; wykorzystano w niej bardzo bogatą literaturę przedmiotu.

Książka obejmuje siedem rozdziałów. Pierwszy zatytułowany jest „Istota i geneza”. Autorka przedstawia tu najbardziej ogólne problemy związane z omawianym w książce tematem, w szczególności definiuje pojęcia polityka długu publicznego i zarządzanie długiem publicznym. Powstają tu jednak wątpliwości, gdyż Autorka nadaje definiowanym pojęciom zbyt szeroki zakres. Politykę długu publicznego definiuje jako „świadome decyzje i działania władz publicznych polegające na wyborze zaciągania długu jako sposobu finansowania nadmiernych

(ponad poziom dochodów) wydatków budżetowych (inaczej finansowania deficytu budżetowego)” (s. 20). Alternatywa: zrównoważone finanse publiczne i wyższe podatki czy niższe podatki i powstanie (narastanie) długu publicznego jest przedmiotem nie polityki długu, lecz znacznie szerszego kompleksu decyzyjnego, który stanowi polityka fiskalna (ewentualnie budżetowa), definiowana zazwyczaj jako kształtowanie dochodów i wydatków publicznych. To, co Autorka nazywa polityką długu publicznego, to po prostu szczegółowy odcinek polityki fiskalnej, co oczywiście w żadnej mierze nie obniża znaczenia problemów związanych z długiem i decyzji podejmowanych w tym zakresie. Autorka ma skłonność do akcentowania samodzielności polityki zarządzania długiem i jest to uzasadnione w odniesieniu do tego, co nazywa mikroekonomicznym kontekstem zarządzania długiem. Odpowiada to sformułowanej wspólnie przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Bank Światowy – a przytoczonej na s. 22 – definicji zarządzania długiem jako „procesu ustanawiania i wykonania strategii zaradczych w przypadku wzrostu wymaganej wielkości potrzeb, osiągnięcia wyznaczonych celów dotyczących ryzyka kosztów oraz innych celów jak rozwój i utrzymanie wydajnego rynku papierów skarbowych”, a także sformułowanej przez Autorkę definicji zarządzania długiem jako „szerokiego zakresu działań operacyjnych na rynku

\* Akademia Finansów, Instytut Finansów.

instrumentów skarbowych nakierowanych na realizację przyjętych celów (kosztu i ryzyka), a wykonywanych przez specjalnie powołaną instytucję, działającą w imieniu i pod nadzorem władz centralnych”. W tej definicji pojawia się zagadnienie wyspecjalizowanej instytucji zarządzającej długiem – zagadnienie, którym Autorka zajmuje się szczegółowo w następujących rozdziałach. W tym miejscu warto zauważyć, że taka wyspecjalizowana instytucja może zajmować się tylko tym, co Autorka nazywa mikroekonomicznym aspektem zarządzania długiem, bo problemy makroekonomiczne nie dadzą się wydzielić z zakresu kompetencji organu władz centralnych do spraw finansów publicznych, czyli ministerstwa finansów (bądź skarbu – nazwa bez znaczenia).

Ciekawe są propozycje Autorki, by do zadań zarządzania długiem włączyć operacje związane z zapewnieniem płynności budżetu państwa oraz zarządzaniem jego należnościami finansowymi (s. 24–25). Praktycznie jest to możliwe tylko w pewnym zakresie, albowiem zapewnienie płynności wiąże się nie tylko z krótkookresowymi przepływami pieniężnymi, lecz także z synchronizacją dochodów i wydatków budżetowych, a należności budżetowe to – przynajmniej w państwach wykazujących deficyty – przede wszystkim zaległości podatków, którymi z natury rzeczy musi zarządzać administracja podatkowa. Inaczej sprawa może się przedstawiać w krajach od lat osiągających nadwyżki budżetowe. Nie dziwi przeto, że w takich krajach – w Danii, Szwecji, Irlandii – rozwinęło się to, co Autorka nazywa bilansowym podejściem do zarządzania długiem. Zakres bilansowania jest jednak nader dyskusyjny, a zaproponowany przez Autorkę schemat bilansu (s. 29), uwzględniający „bieżącą wartość przyszłych dochodów” i „bieżącą wartość przyszłych wydatków budżetowych”, jest raczej zabawą intelektualną niż rozwiązaniem służącym celom praktycznym. *Notabene* jak należałoby interpretować saldo takiego bilansu? Bilans ograniczony do zobowiązań wymagalnych i potencjalnych oraz aktywów finansowych może być natomiast bardzo pożyteczny, jednak uwzględnianie w nim rezerw walutowych utrzymywanych przez bank centralny w obecnym stanie prawnym w Unii Europejskiej jest bezprzedmiotowe.

Wątpliwości budzi ujęcie na s. 26 genezy zarządzania długiem. W latach 80. XX w. sformułowano pojęcie „zarządzanie długiem publicznym”, ale sam problem jest stary jak finanse publiczne. Niektóre średniowieczne metody w tym zakresie brzmią anegdotycznie, ale na przykład brytyjskie XIX-wieczne doświadczenia mogą być nawet dzisiaj pouczające. Nie jest to zarzutem wobec Autorki, że nie uwzględniła tego w swej wysoce erudycyjnej, a więc pracochłonnej książce, ale raczej zachętą, by w dalszych badaniach sięgnęła do dawniejszych doświadczeń.

Rozdział kończy się omówieniem aktualnego znaczenia zarządzania długiem w Unii Europejskiej. Na marginesie interesujących wywodów trzeba jednak zwró-

cić uwagę, że poziom sald budżetowych zależy przede wszystkim od kształtowania się dochodów i wydatków, a nie od zarządzania długiem. Warto też zauważyć, że całkowitą tajemnicą dla Czytelnika pozostają pojęcia SFA (czyli dostosowanie zasobów do przepływów), czy DDA (czyli dostosowanie deficytu do długu). Sprawa jest zaś prosta, gdyż chodzi o salda sfinansowanych potrzeb pożyczkowych wynikających z innych przyczyn niż deficyt (np. udzielonych pożyczek) i innych niż dług źródeł finansowania (np. przychodów z prywatyzacji).

Rozdział drugi „Cele i skutki” traktuje o pewnych koncepcjach teoretycznych związanych, jak chce Autorka, z zarządzaniem długiem publicznym, choć moim zdaniem w większości dotyczą one problemów polityki fiskalnej czy makroekonomicznej. Autorka kolejno rozpatruje teorię neutralności długu, czyli teoremat równoważności ricardiańskiej R. Barro, koncepcję międzyokresowego ograniczenia budżetowego, warunki stabilizacji budżetowej, problemy optymalizacji podatków, koordynację zarządzania długiem z polityką monetarną, problemy kosztu i ryzyka obsługi długu i na koniec cele zarządzania długiem. Trzy ostatnie kwestie rzeczywiście mają bardzo duże znaczenie dla zarządzania długiem.

W rozdziale trzecim, zatytułowanym „Instrumenty i emisja”, Autorka przechodzi do spraw związanych z praktyką zarządzania długiem. Kolejno omawia rodzaje instrumentów zarządzania długiem, ich właściwości, zalety i wady, strategię emisyjne oraz metody organizacji emisji, wykazując ogromną znajomość zarówno literatury teoretycznej dotyczącej tematu, jak i praktycznych doświadczeń państw Unii Europejskiej.

Rozdział czwarty, „Zarządzanie ryzykiem”, Autorka poświęciła podstawowemu w zarządzaniu długiem zagadnieniu ryzyka. Wymienia i charakteryzuje główne rodzaje ryzyka, wyróżniając ryzyko rynkowe (w tym ryzyko stopy procentowej, ryzyko kursowe i ryzyko inflacji), ryzyko refinansowania, ryzyko kredytowe, ryzyko płynności oraz ryzyko – właściwie grupę – operacyjne (obejmujące ryzyko wiarygodności, ryzyko fiskalne, ryzyko polityczne, ryzyko prawne, ryzyko rozliczeń, ryzyko systemów informatycznych, kadrowych i kontrolnych oraz ryzyko klęsk naturalnych i wojen). Liczba rodzajów ryzyka, które powinny być brane pod uwagę w zarządzaniu długiem, jest – jak widać – ogromna. Szkoda, że Autorka nie pokusiła się o jakieś ich zhierarchizowanie z punktu widzenia np. prawdopodobieństwa ich wystąpienia. Następnie Autorka przedstawia stosowane miary ryzyka oraz instrumenty zarządzania ryzykiem, jak portfel bazowy oraz operacje na składnikach długu. Szkoda, że Autorka posługuje się przeważnie nazwami angielskimi, mimo że niektóre upowszechniają się już w wersji polskojęzycznej, na przykład w publikacjach Ministerstwa Finansów.

W rozdziale piątym „Instytucje i rynek” przedstawione zostały instytucje rynku skarbowych papierów wartościowych. Szczególną uwagę Autorka zwraca na

status instytucji sprawującej funkcje zarządcze w zakresie długu. W tym kontekście omawia trzy modele stosowane w państwach Unii Europejskiej:

- model ministerialny (długiem zarządza ministerstwo finansów lub inny organ rządowy),
- model bankowy (długiem zarządza bank centralny),
- model agencyjny (długiem zarządza autonomiczna agencja).

Autorka przedstawia zalety i wady każdego modelu, choć sympatią obdarza raczej model agencyjny. W dalszej części rozdziału Autorka charakteryzuje instytucje dealerskie i instytucje obrotu wtórnego, bogato ilustruje prezentację przykładami z różnych państw europejskich.

Rozdział szósty, „Inwestorzy i komunikacja”, zawiera charakterystykę poszczególnych rodzajów inwestorów występujących na rynku papierów skarbowych, jak sektor bankowy, fundusze emerytalne i instytucje ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne, podmioty niefinansowe (w tym gospodarstwa domowe) oraz inwestorzy zagraniczni. Autorka zwraca uwagę na preferencje poszczególnych rodzajów inwestorów w zakresie nabywanych papierów i ich zachowanie na rynku, a następnie na problemy, jakie w związku z tym powstają w praktyce zarządzania długiem. W końcowej części rozdziału naświetlone zostają sprawy komunikacji z inwestorami na podstawie bardzo szczegółowo przedstawionych doświadczeń krajów europejskich, jak też spoza Europy.

Ostatni rozdział, zatytułowany „Dług potencjalny”, omawia to mało znane zjawisko. Autorka przedstawia rodzaje zobowiązań potencjalnych wyróżniając zobowiązania *explicit* i *implicit* (zgodnie z polską tradycją językową lepiej by było *explicite* i *implicite*). Pierwsze to zobowiązania wynikające z obowiązujących aktów prawnych, które w przyszłości mogą, ale nie muszą wystąpić. Drugie to zobowiązania, które nie mają podstaw prawnych, ale w przyszłości z różnych przewidywalnych przyczyn mogą zaistnieć. Interesującą formą ujęcia zróżnicowania zobowiązań jest przedstawiona Macierz Ryzyka Fiskalnego. W praktyce występują dwa podstawowe problemy w zakresie długu potencjalnego, a mianowicie zobowiązania wynikające z gwarancji i poręczeń udzielanych przez władze publiczne oraz zobowiązania związane z wpływem przemian demograficznych na efektywność systemu emerytalnego. W dalszym ciągu rozdziału Autorka zajmuje się sprawami publicznych gwarancji i poręczeń wykorzystując doświadczenia krajów europejskich, Przedstawia m.in. nie-

zwykle interesujące porównania systemów udzielania poręczeń i gwarancji w Szwecji oraz w Polsce.

Książka K. Marchewki-Bartkowiak zawiera ogromny, kompleksowy zbiór przemyśleń i informacji na temat zarządzania długiem publicznym. Niemniej odczuwa się pewne braki. Przede wszystkim brak jest rozdziału wstępnego, który mówiłby o długu publicznym jako kategorii ekonomicznej. Autorka zaczyna swą narrację od podania w kilku wierszach definicji formalnoprawnej długu i od razu przechodzi do rozważań nad istotą zarządzania długiem. Gdyby na wstępie została przytoczona ekonomiczna definicja długu publicznego jako sumy skumulowanych deficytów budżetowych z przeszłości, gdyby zostały omówione cechy strukturalne długu itd., dalsze wywody Autorki byłyby dla Czytelnika bardziej przystępne i zrozumiałe.

Książka jest wydana bardzo starannie, zaopatrzona w dwa indeksy: ogólny (rzeczowy) i nazwisk, wykaz najważniejszych skrótów oraz słownik najważniejszych zwrotów anglojęzycznych. Wątpliwości budzi jednak indeks nazwisk, gdyż nie uwzględnia stron, na których nazwiska występują i w rezultacie nie dostarcza Czytelnikowi więcej informacji niż zamieszczona bibliografia. Co więcej, wiele cytowanych nazwisk zostało pominiętych, np. Musgrave, Gaudemet, Molinier, Ricardo, Smith (Adam), Hume, Cukierman i wiele innych. Wydaje się, że taki indeks nazwisk Czytelnikowi pożytku nie przynosi i wydawca mógłby z niego zrezygnować. Słownik zwrotów anglojęzycznych zawiera natomiast pewne błędy, np. *general government sector* występujący w ESA '95 nie powinien być tłumaczony jako „sektor publiczny” (s. 16), lecz – zgodnie z polskim tłumaczeniem ESA '95 – jako „sektor instytucji rządowych i samorządowych”, co jest o tyle istotne, że w ESA '95 występują odrębne podsektory „publiczne przedsiębiorstwa” i „publiczne instytucje finansowe”, zaliczane do odpowiednich sektorów.

W sumie trzeba stwierdzić, że książka K. Marchewki-Bartkowiak jest bardzo cenną pozycją w naszej literaturze ekonomicznej, bardzo ubogiej w opracowania dotyczące długu publicznego. W jasny i przejrzysty sposób przedstawia skomplikowane problemy zarządzania długiem. Autorka wykazała ogromną wiedzę na temat zarządzania długiem publicznym, wspartą dużą erudycją i – co trzeba szczególnie podkreślić – włożyła wielki wysiłek w zgromadzenie informacji o doświadczeniach różnych krajów europejskich i pozaeuropejskich. Wartości książki K. Marchewki-Bartkowiak nie pomniejszą w żadnej mierze kontrowersyjne sprawy interpretacyjne, o których wcześniej pisałem.

## Bibliografia

Marchewka-Bartkowiak K. (2003), *Zarządzanie długiem publicznym w krajach UE oraz w Polsce*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa.