



GIEŁDA – SYSTEM WARTOŚCI NIEPRZEMIJAJĄCYCH

„Istnieje pewien przyrodzony i niezmienny porządek społeczny. Nie potrzeba więc wymyślać nowych praw, reguł i systemów, należy tylko uznać ów naturalny porządek, do niego się zastosować i pozostawić mu zupełną wolność (*laisser – faire, laisser – passer*)”. Myśl tę, której autorem był Pierre-Paul Le Mercier de la Riviere (1720 – 1794) jeden z najwybitniejszych fizjokratów, przejął i rozwinął Adam Smith (1723-1790). Ów sławny Szkot, okrzyknięty przez potomnych ojcem współczesnej ekonomii, uznał istnienie owych naturalnych praw, w tym zwłaszcza płynącą z nich wolność ekonomiczną, będącą regułą dla praktycznego postępowania.

W kontekście aktualnych wydarzeń warto pamiętać, że przyczyny obserwowanych turbulencji znajdują się po stronie państwa, a nie rynku i liberalnych dogmatów. Należy przypomnieć ustawę z 1977 r. obligującą amerykańskie banki do uruchamiania kredytów „podprogowych” oraz udzielone 20 lat później gwarancje dla Freddie Mac dla obligacji zabezpieczonych tymi kredytami. Trudno bowiem wyobrazić sobie, aby banki z własnej i nieprzymuszonej woli udostępniały kredytów osobom, które podejrzewały, iż nie będą w stanie ich spłacić. A to jest właśnie efekt ustawodawstwa o reinwestycjach w tkankę społeczną, które nakazało sektorowi bankowemu, by 30% ich *portfolio* stanowiły niechlubnie teraz osławione *subprime*.

Do obserwowanego obecnie coraz głośniejszego nawoływania „do Keynesa”, artykułującego nie tylko pochwałę sztuki umiejętnego manipulowania globalnym popytem (m.in. kosztem inflacji, zarówno tej bieżącej jak i przyszłej), przyłączają się szczególnie chętnie różne głosy tzw. nurtu alternatywnego. W dużej mierze bije z nich chęć powrotu do pewnych wypróbowanych praktyk. Pokusa tworzenia różnych wyimaginowanych „bytów”, swoistych myślowych kukieł, które można by następnie znokautować, aby w ten sposób wykazać swe „przewagi” w dyskursie. Takim szczególnie „wdzięcznym” obecnie obiektem ataku staje się kategoria giełdy. Fabryki „gry hazardowej”, atrybutu „ekonomii kasyna”.

Z tych już choćby względów warto pochylić się nad rzeczywistą istotą funkcjonowania giełdy papierów wartościowych i w świadomości społecznej ją co jakiś czas ugruntowywać.

Literatura ekonomiczna jest w tym względzie przebogata. W ujęciu reprezentowanym na przykład przez Bernarda Bellentante, wyrażającym poniekąd optykę francuską, jakby nie było modelowego „bastionu etatyzmu”, znaleźć można dość klarowne przedstawienie tego problemu. Autor przyjmuje założenie, że każda giełda papierów wartościowych, bez względu w jakim otoczeniu systemowych funkcjonuje - jako miejsce konfrontacji ofert i popytu na już wyemitowane papiery wartościowe działa i rozwija się - wypełniając cztery role. Generując wolne oszczędności - pierwsza rola - dynamizuje rynek. Założycielom i twórcom przedsiębiorstw umożliwia tym łatwiejsze rozprawienie kapitału spółek, im szybciej nabywcy walorów na rynku pierwotnym - znajdują innych chętnych na ich odkupienie – druga



rola. Papiery wartościowe w ten sposób wprowadzone do obrotu giełdowego mogą spotkać się z zainteresowaniem inwestorów, którzy zechcą przyczynić się do rozwoju danej spółki. W ten sposób giełda ułatwia przekazywanie i/lub zakup przedsiębiorstwa – trzecia rola. Poza tym, codzienne informacje o stanie koniunktury giełdowej są postrzegane jako szczególnie wiarygodny barometr gospodarki – czwarta rola.

Piśmiennictwo dotyczące problematyki giełdowej, odnoszące się w szczególności do systemów o silnej instytucjonalnie pozycji rynków papierów wartościowych w gospodarce lub do takiego miana pretendującej, przypisuje giełdom kilkanaście różnych obszarów zadaniowo – funkcyjnych. Wychodząc niejako od optyki makroekonomicznej wyszczególnić należy klasyczną triadę funkcji: alokacyjnej, wartościującej, kontrolnej. W wymiarze alokacyjnym giełda zapewnia efektywny transfer środków pieniężnych od podmiotów dysponujących funduszami do firm i instytucji ich potrzebujących. Innymi słowy giełda (rynek) papierów wartościowych jest w gospodarce rodzajem stacji przekąźnikową.

Z postrzeganiem instytucji tej w ten sposób nierozzerwalnie - wiąże się funkcja wartościująca. Tylko bieżące i efektywne wypełnianie przez rynek giełdowy funkcji wartościujących, wyrażających się tak na samym procesie wyceny aktywów, jak i informacji z tego faktu płynących - stwarzać może odpowiednie przesłanki do racjonalnej alokacji kapitałów. Uzupełnieniem zadań alokacyjno – wartościujących są aspekty kontrolne, które giełda zapewnia posiadaczom notowanych na niej papierów wartościowych. Dlatego też spotkać się można z poglądami, że im rynek papierów wartościowych jest bardziej w danym kraju rozwinięty, tym rola kontrolna znacząca. Uważa się, że rynek kapitałowy jest wówczas priorytetowym mechanizmem kontrolnym i to jest jego stosunkowo nowa rola. Wcześniej bowiem postrzegany był jako podstawowy mechanizm, który umożliwia alokację kapitału, ale od jakiegoś czasu jest przede wszystkim mechanizmem kontroli i wyceny, kontroli kierownictw spółek, a tym samym – całej gospodarki. Na szczeblu mikro rynek papierów wartościowych kontroluje jak spółki są zarządzane; proces ten w skali masowej pozwala na przejście od optyki mikro do ujęcia makro. W krajach rozwijających się najważniejsza dla rynku giełdowego jest (i pozostanie) funkcja alokacyjna.

Giełda papierów wartościowych oferując różne instrumenty finansowe stwarza bardzo szerokie możliwości inwestycyjne. Sprawnie funkcjonujący rynek papierów wartościowych może przekładać się na wzrost skłonności do oszczędzania. Przedsięwzięcia z tym związane mogą mieć charakter bezpośredni, polegający na nabyciu określonych akcji lub obligacji lub przybrać formę pośrednią, tzn. poprzez przystąpienie do zinstytucjonalizowanych form zbiorowego inwestowania, jak nabywanie jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych.

Szerokie spektrum giełdowych instrumentów skłania do akceptacji kupna papierów wartościowych obarczonych nawet znacznym ryzykiem, lecz jest to zupełnie inny rodzaj ryzyka, niż ten związany z „zainfekowanym” obecnie systemem bankowym. Podstawą do jego podjęcia jest możliwość ich giełdowego „ubezpieczenia” w formie dywersyfikacji ryzyka, czyli nabycia na rynku walorów o potencjalnie najmniejszym ryzyku inwestycyjnym.



W wyniku funkcjonowania rynkowego mechanizmu dywersyfikacji ryzyka inwestycyjnego mają szansę rozwinąć się przedsiębiorstwa lub całe branże, dla których rynek papierów wartościowych jest często jedyną na tym etapie rozwoju (lub wobec aktualnej sytuacji zewnętrznej) możliwością pozyskania adekwatnych środków finansowych.

Racjonalne inwestowanie na rynku papierów wartościowych, przyczyniające się do pomnażania oszczędności może być istotnym sposobem bogacenia się gospodarstw domowych. Giełda papierów wartościowych ogrywa w tym przypadku istotną rolę stymulatora konsumpcji, generującego sferę spożycia indywidualnego w gospodarce. Dotychczas niniejszą właściwość giełdy utożsamiano głównie z gospodarkami anglosaskimi. W okresie dwóch ostatnich dekad tego typu formy przedsiębiorczości gospodarstw domowych stały się prawidłowością dostrzeganą także w innych gospodarkach (np. w Skandynawii). Aktywność tzw. *homo speculator* przyczynia się również do zwiększenia nieodzownej rynkom finansowych elastyczności, będącej rezultatem dopasowywania lokat do cyklicznych wahań cen i kursów.

Oferowana przez giełdy papierów wartościowych „usługa” płynności znajduje swoje odzwierciedlenie w niższym zazwyczaj koszcie pozyskania kapitału. Prawidłowość ta szczególnie widoczna jest na rynku obligacji. W przypadku papierów wartościowych, które stają się przedmiotem obrotu giełdowego - obligatariusze kontentują się zazwyczaj niższą stopą zwrotu z udostępnionego kapitału, niż w przypadku obligacji plasowanych na rynku niepublicznym. Dzięki niższym kosztom pozyskanego kapitału zmniejszają się koszty finansowe przedsiębiorstw, co z kolei przyczynia się do wzrostu ich konkurencyjności w gospodarce w otoczeniu której funkcjonują.

Podobną prawidłowość można odnieść do emisji obligacji oferowanych przez szeroko rozumiany sektor państwowy (rządy krajowe lub samorzady). Udostępniana przez giełdę papierów wartościowych płynność przekłada się na niższe koszty obsługi zadłużenia związanego z publiczną ofertą skarbowych i municypalnych papierów dłużnych. W ten sposób giełda przyczynia się do racjonalniejszego na ogół finansowania krajowych i terytorialnych deficytów budżetowych.

Rynek giełdowy stwarza także różne możliwości konstruowania (dłużnych) papierów wartościowych, zwłaszcza w kontekście dogodnych dla ich emitentów terminów zapadalności. Z punktu widzenia prowadzonej gospodarki budżetowej tego typu atuty są często nieodzowne.

Doświadczenia gospodarek objętych procesami transformacji ustrojowej, które reprezentowały nowo powołane do życia giełdy (wraz całą infrastrukturą rynku papierów wartościowych) uwidaczniają spełnienie wobec gospodarki narodowej bardzo ważnych zadań o charakterze informacyjno – instrumentalnym. W krajach tych tempo rozwoju oraz jakość rynku papierów wartościowych są - z jednej strony - czynnikami informacyjnymi o stopniu zaawansowania ogólnych przemian gospodarczych, a z drugiej strony - instytucje rynku papierów wartościowych są ważnym instrumentem dokonywania koniecznych zmian, decydujących o ich tempie oraz jakości.



Procesy związane z przebudową społeczno – ekonomiczną kraju postrzegać można również jako wielkie ogólnonarodowe forum edukacyjne w zakresie zasad funkcjonowania rynku i gospodarki rynkowej w ogóle. Obok sformalizowanych instytucji edukacyjnych różnych szczebli, szczególnie cennej wiedzy dostarczają empiria, wynikające z przeżywanych i obserwowanych przeobrażeń systemowych. Trudna do przecenienia jest w tych warunkach rola giełdy papierów wartościowych, której aspektów edukacyjnych nie należy postrzegać wyłącznie przez pryzmat prowadzonych pod jej aspiracjami szkoleń. Możliwość obcowania z rynkiem giełdowym wyzwała szczególnie cenne w okresie przemian postawy inicjatywne. Uczy zarówno - w sposób przystępny i atrakcyjny mikroekonomicznej przedsiębiorczości, jak i stymuluje niezbędne odniesienia optyki makroekonomicznej. W rezultacie przyczynia się do zasadniczej redukcji społecznych zagrożeń, wynikających z braku ogólnego zrozumienia istoty oraz sensu transformacji jako przedsięwzięcia ustrojowego. Dobrze zorganizowany i sprawnie funkcjonujący rynek papierów wartościowych jest podstawowym warunkiem przeprowadzenia reformy emerytalnej, opartej w znacznej części na zasadach rynkowych, czyli funkcjonowaniu prywatnych towarzystw funduszy emerytalnych. Już z dzisiejszej perspektywy można zapewne sformułować pogląd, że właśnie ta rola giełdy, jako swoistej instytucjonalnej platformy dla funkcjonowania prywatnych funduszy emerytalnych - będzie nie mniej istotna, niż wymienione jako tradycyjnie priorytetowe zadania kontrolno – alokacyjne.

Reasumując powyższe, nie sposób nie odwołać się do klasycznego kanonu oceny kategorii rynku kapitałowego. Zorganizowany rynek papierów wartościowych legitymuje się ze swej natury pięcioma podstawowymi atrybutami, zawartymi w tzw. formule FELTI, za którą stoją takie cechy jak: *F-air*, oznaczająca tutaj rzetelność, *E-ffective*, tj. efektywność, *L-iquid*, jak płynność, *T-ransparent*, tzn. przejrzystość oraz *I – innovative*, czyli innowacyjność.

Wojciech Szymon Kowalski
Główny Ekonomista
INWEST CONSULTING S.A.