Jacek DUBISZ

WEWNĘTRZNA NIESTABILNOŚĆ RYNKÓW KAPITAŁOWYCH I METODY JEJ OGRANICZANIA

Uwagi wprowadzające

Rynek kapitałowy jest częścią (subsystemem) sfery finansowej gospodarki rynkowej, traktowanej jako układ popytowo-podażowy, pozostający w stanie względnej równowagi dopóty, dopóki spełnione są założenia neoklasycznej makroekonomii – koncepcji L. Walrasa i po części również warunki marginalne V. Pareto[1].

Zgodnie z koncepcją zrównoważonych cykli koniunkturalnych, przyczyn naruszenia równowagi na rynku kapitałowym i przyczyn zakłóceń w przebiegu cykli giełdowych poszukuje się w czynnikach egzogenicznych, na przykład globalizacji przepływu kapitałów, w innowacjach technicznych, czynnikach politycznych (interwencjonizm państwowy) i innych. Kryzysy walutowe, zakłócenia w światowym systemie finansowym, zachowanie się giełd w latach dziewięćdziesiątych skłaniają do zastanowienia nad zasadnością tej koncepcji, nad faktycznymi przyczynami niestabilności sytemu finansowego. Interpretacja na gruncie zakłóceń tzw. szumów nie wystarcza, dlatego celem niniejszego opracowania jest wykazanie znaczenia wewnętrznych przesłanek i mechanizmów niestabilności rynków kapitałowych, będących segmentem systemu finansowego.

W tradycyjnym podejściu do sfery finansowej eksponuje się rynek pieniężny, wynika to poniekąd z monetarystycznych koncepcji wzrostu gospodarczego, a poniekąd z fiskalnego charakteru polityki antycyklicznej.

Cechy transferu strumieni finansowych (w tym ich globalizacja), wykorzystywane instrumentarium, spekulacyjny charakter inwestorów instytucjonalnych, zasady obrotu itp. stanowią przesłankę wzrostu wrażliwości rynków kapitałowych w latach dziewięćdziesiątych, co można interpretować jako wewnętrzną niestabil-

[1] Szerzej: Z. Madej, *Polski rynek kapitałowy*, WSzBiA, Warszawa 1998, s. 230 i n.

ność. Wyodrębnienie przyczyn wewnętrznej niestabilności daje asumpt do oceny stosowanych metod jej ograniczenia.

1. System finansowy jako obszar dynamicznie stabilny

Na gruncie neoklasycznej teorii fluktuacji koniunkturalnych zakłada się, że:

- poszczególne rynki (subsystemy) są wyizolowane (hipoteza tzw. wyspy E. S. Phelpsa),
- rynek jest w permanentnej równowadze przy elastycznych cenach, które samoczynnie dostosowują, bez opóźnień, zmienne rynkowe,
- decyzje inwestycyjne są w pełni racjonalne, podejmowane na podstawie pełnych i wiarygodnych informacji, zgodnie z zasadą racjonalności ekonomicznej i przyjętą funkcją celu.

Przyjmując powyższe założenia, fluktuacje kursów giełdowych przybiorą postać regularnych i powtarzalnych cykli giełdowych, odpowiednio do koncepcji zrównoważonych cykli makroekonomicznych[2]. Okresowo pojawiające się stany nierównowagi wywołują samoistne procesy dostosowawcze. W takim ujęciu zmienną zależną, która równoważy wielkości realnie zgłaszanego popytu na giełdzie z wolumenem dostępnych w danym czasie papierów wartościowych, jest oczywiście kurs giełdowy, będący w pełni elastyczną ceną rynkową. Rynek kapitałowy – giełda, jako układ popytowo-podażowy, pozostaje w każdym momencie w równowadze, zmienny jest natomiast poziom tej równowagi, tj. poziom kursów, po jakich dokonuje się transferu strumieni pieniężnych. Przyjęcie założenia o pełnej równowadze rynków kapitałowych i pełnej symetryczności wahań kursów – cen papierów wartościowych, prowadzi do akceptacji modelu F. Mogilianiego i M. Millera. Natomiast przyjęcie pełnej adekwatności strumieni finansowych względem realnych instrumentów rynkowych (towarów, papierów wartościowych) prowadzi do paradygmatu samooczyszczających się rynków L. Walrasa i jest zgodne z teorią wzrostu zrównoważonego (*sustainable development*)[3]. Wszelkie zakłócenia „normalnego" przebiegu cykli giełdowych tłumaczy się zmianami w otoczeniu systemu finansowego, na przykład globalizacją, postępem technicznym, technologicznym. Na potwierdzenie słuszności hipotezy o znaczeniu postępu technicznego przytacza się *hossę* giełdową z lat 1999-2000, która objęła większość giełd kapitałowych, a zainicjowana została sektorem High-tech – nowoczesnych technologii[4].

---

[2] Szerzej o teorii zrównoważonych cykli koniunkturalnych w: R. Barczyk, *Główne teorie współczesnych wahań koniunkturalnych*, Wyd. AE w Poznaniu, Poznań 1997, s. 139-152.

[3] Ibidem.

[4] GPW nie była odosobnioną giełdą, na której sektor ten w pierwszym kwartale 2000 roku „wywindował" indeksy giełdowe na rekordowy poziom. Między innymi dlatego, zgodnie z tenden-

Sfera finansowa gospodarki jest dwuelementowym układem, składającym się z rynku pieniężnego i rynku kapitałowego[5]. Oba rynki, silnie z sobą powiązane, różnią się[6]:

- charakterem strumieni finansowych, przy czym podział na strumienie kapitałowe – długookresowe, i pieniężne – krótkookresowe jest nieostry,
- stopniem zinstytucjonalizowania przepływu strumieni finansowych – giełda papierów wartościowych jest najwyższym stopniem organizacji obrotu instrumentami finansowymi (krótko- i długookresowymi),
- znaczeniem „czynnika spekulacyjnego" – jako parametru decyzyjnego i jego wpływu na procesy bieżącego równoważenia rynku.

Dwuelementowy układ może pozostawać w równowadze w sytuacji niestabilności jednego elementu, jeżeli drugi element kompensuje w ramach systemu przepływ strumieni finansowych. Począwszy od lat siedemdziesiątych, od załamania się systemu z Bretton Woods, obserwuje się wręcz odwrotne zjawisko – synchroniczności obu rynków. Substytucyjność instrumentów obu segmentów, ich pełna płynność oraz tożsamość uczestników obrotu powodują, że oba rynki wzajemnie zależne podatne są w jednakowym stopniu na wszelkie negatywne impulsy. Na wzajemne relacje obu rynków i przepływ strumieni finansowych w ramach układu: „system finansowy", mają również wpływ[7]:

1) **Otoczenie wewnętrzne** (bliższe) – rozumiane jako całość procesów gospodarczych w ramach gospodarki narodowej, między innymi:
   a) dynamika wzrostu gospodarczego,
   b) akumulacja wewnętrzna,
   c) struktura konsumpcji i oszczędności,
   d) dynamika tzw. wyznaczników koniunktury, na przykład PNB, produkcja przemysłowa itp.
2) **Otoczenie zewnętrzne** (dalsze):
   a) procesy globalizacji i integracji gospodarczej,

---

cjami na innych giełdach, wyodrębniono na GPW, w kwietniu 2000 roku, tzw. Segment Innowacyjnych Technologii (SiTech), stworzono odrębny indeks tego segmentu oraz uruchomiono obrót kontraktami terminowymi opartymi na tym indeksie.

[5] W. Milo rozróżnia pojęcie systemu i sektora finansowego i definiuje ten pierwszy w aspekcie podmiotowym: „Przez *system finansowy* będziemy rozumieć układ złożony z trzech podukładów: podsystemu podmiotów systemu finansowego, niebędących podmiotami rynku finansowego, podsystemu organizacji i instytucji systemu finansowego oraz podsystemu rynków finansowych". Por. *Finansowe rynki kapitałowe*, red. W. Milo, WN PWN, Warszawa 2000, s. 10.

[6] Kryterium rozróżnienia instrumentów rynku pieniężnego i kapitałowego jest czas trwania inwestycji lub realizacji zobowiązań z przynależnych danemu instrumentowi praw. Najczęściej akceptowaną granicą jest jeden rok (por. K. Nowak, *Polski rynek kapitałowy*, WSB, Poznań 1998, s. 12). Granica ta jest w dużym stopniu umowna i nieadekwatna, części bowiem „typowych" instrumentów kapitałowych, na przykład prawa pochodne, mają wyłącznie krótkoterminowy charakter. Przykładem tego jest obrót opcjami o terminie zapadalności 3, 6, 9 miesięcy.

[7] Por. w: BIS-IMF-OECD Bank Statistics, http:// bis.org/press/~p000528/10.

b) mobilność i płynność kapitałów,

c) ponadregionalne struktury instytucjonalne.

U w a g a : Otoczenie ma zarówno stabilizujący jak i destabilizujący wpływ na stabilność wewnętrznego systemu finansowego, dlatego na rysunku 1. zobrazowano to jako zależność dwukierunkową.

3) **Polityka gospodarcza** (kraju, ugrupowań integracyjnych, instytucji międzynarodowych) jest czynnikiem stabilizującym system finansowy, jest bowiem: antycykliczna, antykryzysowa, prowzrostowa itd. Zależność jest jednostronna, wybitnie stabilizująca.

4) **Decyzje alokacyjne** (inwestycyjne) – zawsze indywidualne, skrajnie subiektywne, niezależnie czy podejmowane przez inwestorów instytucjonalnych (banków, funduszy powierniczych) czy graczy giełdowych. Decyzje dotyczą: czasu, miejsca, przedmiotu transakcji i stopnia dywersyfikacji portfela[8]. Rezultatem subiektywizmu decyzyjnego są wahania cykliczne kursów giełdowych.

Rynek kapitałowy z giełdą jako zinstytucjonalizowaną formą obrotu, traktowany był głównie w aspekcie funkcjonalnym (alokacja kapitału, wycena walorów, weryfikacja rynkowa itp.)[9]. W tradycyjnym podejściu dokonywane na nim transakcje mają charakter długoterminowy, w istocie bowiem służą pozyskaniu środków na finansowanie działalności podmiotów. Współczesny rynek przestał być tylko formą transferu kapitałów, stał się kreatorem strumieni finansowych zarówno długoterminowych, jak i krótkoterminowych. Kontrakty terminowe lub opcje, gdy instrument bazowy jest abstrakcyjny, na przykład indeks giełdowy, stopy procentowe są nie tylko zobowiązaniem stron, ale skutkują realnym, samoistnym przepływem środków finansowych. Jeszcze dobitniej widać to na przykładzie jednostek uczestnictwa w funduszach ETF (*Exchange Traded Funds*), gdzie transfer środków finansowych wynika z „automatyzmu" kwotowania portfela określonego indeksu giełdowego[10]. Zmiana podejścia do roli i znaczenia rynków kapitałowych, jaka dokonała się w ostatnich latach, wynika ze zmiany cha-

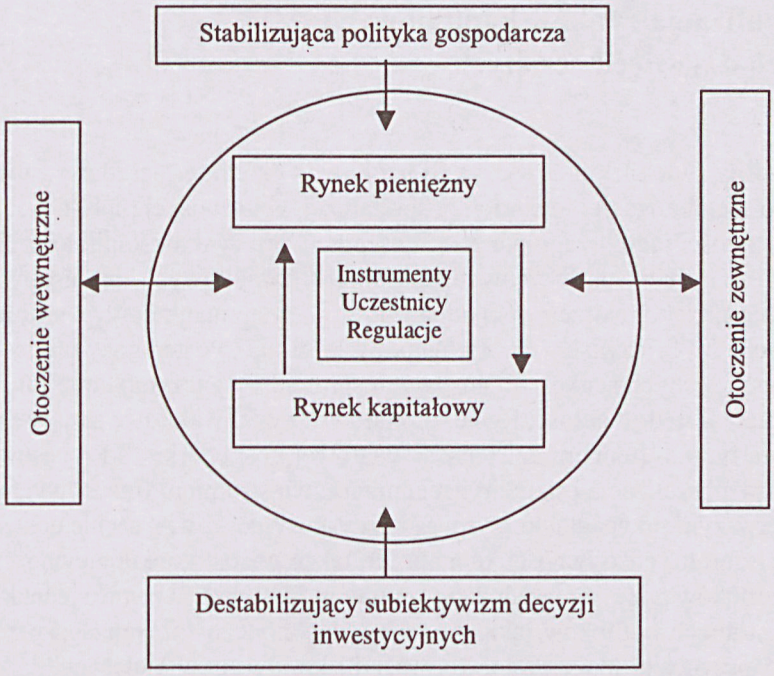
---

[8] Nie ma przesłanek do wnioskowania o nieracjonalności pojedynczego inwestora, suma decyzji okazuje się jednak często nieracjonalna. Dogmat, że „większość nie ma racji", leży u podstaw: *Teorii fal nastrojów* H. M. Gartleya i H. B. Neilla (H. B. Neill, *The Art of Contrary Thinking*, Caldwell 1954; szerzej w: M. J. Pring, *Psychologia inwestowania*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999, s. 105–142). Nieracjonalność zbiorowości wynika z tego, że wypadkowa różnych, racjonalnych decyzji indywidualnych nie musi zachowywać waloru racjonalności.

[9] Giełda papierów wartościowych jest instytucjonalną formą rozwiniętego rynku kapitałowego, jest najlepszą formą rynku, zapewnia bowiem:

- pełną przejrzystość rynku i dokonywanych na nim transakcji,
- płynność obrotu,
- równy dostęp do informacji,
- powszechną dostępność do rynku potencjalnym inwestorom i emitentom,
- obiektywne kryteria weryfikacji przedsięwzięć gospodarczych.

[10] Szerzej w: A. Maciejewski, M. Wójcicki, *Exchange Traded Funds (ETF)*, Rynek Terminowy 2000, nr 10, s. 97-99.



Rys. 1. Schemat współzależności sfery finansowej
Źródło: Opracowanie własne

rakteru strumieni finansowych, które kreowane są przez nowoczesne instrumenty finansowe, często o charakterze „abstrakcyjnym" i niemające bezpośredniego odniesienia do sfery realnego obrotu gospodarczego. Instrumenty te, będące często papierami krótkoterminowymi i pieniężnymi, dopuszczone są do publicznego obrotu, a notowane są na giełdach kapitałowych. Transformacja kapitału długookresowego w krótkookresowy (pieniężny) nie nastręcza większych problemów, a często jest niezauważalna, na przykład nabycie jednostek uczestnictwa w funduszach powierniczych ma charakter inwestycji długookresowej, ale kapitał ten dalej inwestowany może stać się krótkookresowy, spekulacyjny. Podmiotami dokonującymi takiej transformacji są nie tylko inwestorzy, ale także emitenci (sfera podażowa) – za pośrednictwem obligacji zamiennych, warrantów subskrypcyjnych itp. Przesłanką transformacji i kreowania strumieni finansowych o dowolnym czasie ekspozycji (termin realizacji) jest bądź poszukiwanie wyższej stopy zwrotu, bądź dywersyfikacja portfela inwestycyjnego celem minimalizacji stopy ryzyka.

Mobilność kapitału i łatwość jego przenoszenia między segmentami systemu finansowego: rynkiem pieniężnym i kapitałowym, skutkuje wzrostem wrażliwości rynku kapitałowego na wszelkie zakłócenia na rynku pieniężnym.

2. Globalizacja rynków kapitałowych w latach dziewięćdziesiątych

Współczesny rynek kapitałowy stracił już dawno charakter narodowy, wynika to z procesów globalizacji i integracji gospodarczej, wzrastającej mobilności kapitałów, możliwości jego przepływu między segmentami rynków kapitałowych i pieniężnych[11]. Globalizacja rynków finansowych (kapitałowych, pieniężnych itd.) rozumiana jest jako tworzenie ponadnarodowego systemu przepływu strumieni finansowych. W. Tarczyński i M. Zwolankowski piszą: „Postępujący proces globalizcji współczesnych rynków finansowych sprawia, że zaczynają one funkcjonować niemal jak **jedna całość**. Rynki kapitałowe i rynki walutowe stają się najbardziej otwartymi systemami dzisiejszej światowej gospodarki"[12]. Procesowi temu towarzyszy liberalizacja i standaryzacja przepływu strumieni finansowych.

W pierwszym przypadku korzyści są bezdyskusyjne – zwiększenie dostępności, szybkości obrotu, efektywności kapitału. To także wzrost konkurencyjności w zakresie warunków pozyskania i alokacji kapitałów. K. Rybiński zwraca jednak uwagę na kilka istotnych warunków, jakie muszą być spełnione, by liberalizacja przepływu kapitałów przynosiła spodziewane korzyści dla krajów „przyjmujących"[13]:

- odpowiednia polityka fiskalna państwa,
- efektywne instrumenty polityki monetarnej i kursowej, realizowanej przez Skarb Państwa i instytucje afiliowane,
- wysoki poziom rezerw walutowych, gwarantujący stabilność i „bezpieczeństwo" waluty krajowej,
- nadzorowanie i monitoring rynków finansowych – rola i znaczenie banku centralnego, urzędów nadzoru nad ubezpieczeniami, funduszami powierniczymi, obrotem papierami wartościowymi,
- płynny kurs walutowy – aktywna polityka równoważenia bilansu handlowego i płatniczego,
- możliwość uzyskania pomocy w przypadku problemów z bilansem płatniczym, znaczenie Międzynarodowego Funduszu Walutowego, korzyści ze wstąpienia do Unii Europejskiej.

Standaryzacja przepływu kapitałów to przede wszystkim regulacje prawne i instytucjonalne. Zasada swobodnego przepływu kapitału jest kanonem integracji gospodarczej, ale – jak pokazuje przykład UE – realizowana dużo wolniej niż zasa-

---

[11] Szerzej: W. Tarczyński, M. Zwolankowski, *Inżynieria finansowa*, Placet, Warszawa 1999, s. 11-23.

[12] Ibidem, s. 11. Przesłanki (czynniki) globalizacji to: rynek, koszty, rządy i konkurencja. Por. także: G. S. Yip, *Strategia globalna*, PWE, Warszawa 1996, s. 31-33.

[13] K. Rybiński, *Możliwość i celowość regulacji przepływu kapitałów krótkoterminowych w Polsce*, Gospodarka Narodowa 2000, nr 2, s. 20-24.

da przepływu towarów, usług, a nawet siły roboczej. Zakaz wszelkich ograniczeń w przepływie płatności miedzy państwami członkowskimi, a także między tymi ostatnimi a państwami trzecimi, wynika z dyrektyw z lat sześćdziesiątych i osiemdziesiątych[14]. Traktat z Maastricht, art. 73b, ust. 2 (1992 r.) potwierdza zasadę swobodnego przepływu, choć dopuszcza możliwość wprowadzenia jednostronnych, tj. przez Unię lub kraje członkowskie, ograniczeń w przepływie kapitałów lub realizacji płatności zagranicznych (art. 73g).

Liberalizacja i otwarty charakter rynków kapitałowych powodują, że strumienie finansowe przenoszą za pośrednictwem systemu giełdowego wszelkie negatywne i pozytywne impulsy między gospodarkami krajów integrujących się. Transmisja impulsów koniunkturalnych, powinna skutkować tzw. harmonizacją wahań giełdowych, tj. wzrostem stopnia zgodności trendów i cykli na giełdach światowych. Miarą stopnia harmonizacji wahań giełdowych są współczynniki korelacji prostej podstawowych indeksów giełdowych, w przekroju bezczasowym, tj. bez uwzględnienia przesunięć czasowych lub z opóźnieniem czasowym[15]. W tabeli 1 przedstawiono macierz współczynników korelacji indeksów: S&P 500, NIKKEI, NASDAQ, CAC 40, DAX i DJIA w latach dziewięćdziesiątych. Analiza statystyczna wahań indeksów na największych giełdach europejskich oraz w Stanach Zjednoczonych i Japonii w badanym okresie wskazuje na silną zależność korelacyjną, a dokładniejsza analiza sekwencyjna lat dziewięćdziesiątych sugeruje rosnącą współzależność[16].

Tabela 1. Macierz korelacji prostej bez przesunięć czasowych

	S&P 500	NIKKEI	NASDAQ	CAC 40	DAX	DJIA
S&P 500	1	-0,33496	0,91072	0,95332	0,95865	0,98961
NIKKEI		1	-0,12761	-0,24465	-0,28269	-0,27144
NASDAQ			1	0,96509	0,92719	0,87075
CAC 40				1	0,97785	0,91949
DAX					1	0,93536
DJIA						1

Źródło: J. Dubisz, *Współzależność wahań giełdowych*, s. 848.

[14] Dyrektywy: 60/921/EEC i 63/21/EEC zapoczątkowały tworzenie jednolitego rynku kapitałowego. Lata osiemdziesiąte to ujednolicenie przepisów w zakresie emisji papierów wartościowych, obrotu nimi i zasad przepływu kapitałów; dyrektywy: 79/279/EEC, 80/390/EEC, 86/556/EEC i 88/361/EEC. Por. L. Orędziak, *Rynek finansowy Unii Europejskiej*, Biblioteka Bankowca, Warszawa 1999, s. 43-46.

[15] Szerzej na temat indeksów giełdowych, w: W. Witecki, *Indeksy giełdowe*, http://www.sto-en.waw.pl.

[16] Por. J. Dubisz, *Współzależność wahań giełdowych*, Ekonomista 2000, nr 6, s. 841-855.

Drugim efektem liberalizacji powinna być większa współzależność wahań na giełdzie ze zmianami podstawowych kategorii makroekonomicznych. W odniesieniu do gospodarek: Niemiec, Francji, Wielkiej Brytanii i Włoch, stworzono macierz korelacyjną indeksów giełdowych i wybranych wskaźników makroekonomicznych, odpowiadających tzw. cechom twardym[17]. Dane w tabeli 2 wskazują, że w ujęciu statystycznym brak istotnych zależności między zmiennymi. Potwierdza to również test *t*-Studenta na poziomie ufności 0,05.

Tabela 2. Macierz współczynników korelacji dla szeregów indeksów giełdowych i wskaźników makroekonomicznych (szeregi danych kwartalnych)

	Niemcy	Wielka Brytania	Francja	Włochy
PNB	0,45326	0,24516	0,67501	0,23619
Produkcja przemysłowa	-0,13597	0,24516	-0,24126	-0,422732
Konsumpcja prywatna	0,21656	-0,42317	-0,52814	-0,182375
Depozyty bankowe	-0,45723	-0,12456	-0,51259	-0,41963
Inwestycje krajowe	0,14585	0,56159	-0,15699	-0,094512
Bilans handlowy	0,37892	-0,32174	-0,01270	0,41781

U w a g a : Szeregi indeksów liczone są jako dane z ostatniej sesji kwartału.
Ź r ó d ł o : Opracowanie własne na podstawie danych Reuters Serwis Polski, Euro-Info-Service i DM BOŚ.

Weryfikacji poddano również hipotezę o wzrastającej współzależności wahań giełdowych z wahaniami ogólnogospodarczymi. W odniesieniu do Niemiec, dla lat 1960-2000, obliczono w przekroju kolejnych dziesięcioleci współczynniki korelacji prostej PNB – netto i indeksu DAX[18]. Uzyskane wartości współczynników korelacji prostej, tabela 3, oraz współczynników korelacji z opóźnieniami (+/– 1-, 2- i 3-kwartalnymi) nie potwierdziły powyższej hipotezy. Współczynniki korelacji są niskie w całym badanym obszarze i nie wykazują tendencji wzrostowej.

Cechą charakterystyczną rozwoju europejskiego rynku kapitałowego w latach dziewięćdziesiątych są dwie pozornie przeciwstawne tendencje, tj. specjalizacja giełd przede wszystkim w aspekcie instrumentalnym i konsolidacja rynków kapitałowych i giełd.

---

[17] T. Michalski na temat metod taksometrycznych pisze: „Cechy »twarde« (mierzalne) w badaniach tego typu (porównanie gospodarek wybranych krajów) charakteryzują przede wszystkim sferę tworzenia i podziału Dochodu Narodowego, a tym samym odzwierciedlają faktycznie osiągnięty poziom gospodarczy[…]"; T. Michalski, *Polska w drodze do Unii Europejskiej*, Difin, Warszawa 200, s. 52.

[18] Do analizy wybrano indeks DAX 100 (*Deutscher Aktienindex*), tworzony z portfela stu największych spółek z parkietu „Neuer Market". Jest to indeks kapitałowy, uwzględniający wskaźnik porównywalności spółek. Datą bazową DAX jest 31.12.1987 r., a poziom bazowy wynosi 1000 pkt; http://deutche-borse/cgi-bin/~FF99ACAHDAX.

Tabela 3. Macierz współczynników korelacji indeksu DAX i PNB dla Niemiec w latach 1960-2000

Lata	Współczynnik korelacji
1961-1970	0,67321
1971-1980	0,46782
1981-1990	0,51045
1991-2000	0,45326

Uwaga: Szeregi indeksów liczone są jako dane z ostatniej sesji kwartału.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Reuters Serwis Polski i Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, różne roczniki z lat 1970-2000.

Specjalizacja giełd kapitałowych dotyczy tradycyjnie najstarszych i największych centrów przepływu strumieni finansowych. Londyn, który dominuje w zakresie transferu walut, stał się centrum obrotu euroakcjami i ich substytutami (kwity depozytowe) oraz instrumentami pochodnymi[19]. Deutsche Börse to przede wszystkim niemieckie obligacje skarbowe oraz euroobligacje. Szacuje się, że udział Frankfurtu w europejskich papierach dłużnych stanowi około 1/3. Najszybciej rozwijającą się giełdą jest Bourse of Paris, oferująca atrakcyjnie niskie opłaty, nowoczesne formy obrotu, pełen zakres notowanych instrumentów oraz powiązania kapitałowe podmiotów francuskich, które same niechętnie wchodzą bezpośrednio na tzw. rynek paneuropejski. Do tych trzech giełd należy dodać Zurich i Luksemburg, które tradycyjnie uzupełniają Wielką Trójkę i rozwijają się nadzwyczaj dynamicznie. Giełda w Luksemburgu ze względu na elastyczny system bankowy, stała się ważnym miejscem obrotu kwitami depozytowymi (GDR) spółek z krajów Europy Wschodniej. Traci natomiast na znaczeniu włoska giełda, co jest w pewnej sprzeczności z obserwowaną ekspansją kapitałową włoskich instytucji finansowych.

Dekada lat dziewięćdziesiątych charakteryzuje się łączeniem i konsolidacją europejskich giełd kapitałowych. W kwietniu 1999 roku osiem największych europejskich giełd: londyńska, frankfurcka, paryska, amsterdamska, brukselska, madrycka, mediolańska i zuryska podpisało umowę o współpracy przy budowie wspólnej platformy obrotu instrumentami finansowymi. W pierwszym etapie miałaby to być wspólna platforma notowań instrumentów pochodnych, a w dalszym czasie – instrumentów udziałowych, tj. głównie euroakcji największych spółek europejskich i ponadnarodowych instytucji finansowych; docelowo około 30 podmiotów.

[19] Obrót walutami obcymi w Londynie przekracza łączny obrót w Nowym Jorku i Tokio. Dzienny obrót instrumentami pochodnymi przekroczył w 2000 roku 140 mld USD. Szerzej w: L. Orędziak, op.cit., s. 272-278.

Ustalono również ogólne ramy organizacyjne obrotu i notowań giełdowych (na przykład kurs fixingowy na otwarciu, w ciągu dnia i na zamknięciu sesji jako uzupełnienie jednolitych notowań ciągłych).

Oprócz tej ogólnoeuropejskiej umowy zawierane są również lokalne sojusze na przykład Frankfurtu z Londynem, Paryża z Mediolanem i Zurichem. Szczególnie interesujące są inicjatywy powołania przez Deutsche Börse wspólnie z London Stock Exchange i Europe-Nasdaq odrębnej giełdy dla europejskich spółek wysokiej technologii, High-Tech, pod nazwą: iX oraz uruchomienia tzw. Giełdy Wschodniej po nazwą Newex[20].

Powstawanie i łączenie się giełd nie jest powszechną tendencją. Przykłady zwłaszcza z Azji i Ameryki wskazują na ostrą konkurencję giełd i „wypadanie" z systemu wielu segmentów istniejących od dłuższego czasu i stosunkowo silnych giełd kapitałowych. Dotyczy to zwłaszcza tych segmentów rynku, gdzie wymóg dużej płynności gwarantuje inwestorom realizację zleceń w dowolnie wybranym przez nich czasie, i to zleceń stosunkowo dużych, co wymaga stosunkowo „głębokiego" rynku, który gwarantuje znalezienie drugiej strony transakcji. Najbardziej wymagającym „głębokości" segmentem rynku są instrumenty pochodne, w przypadku których praktycznie nie istnieje elastyczność czasowa terminu realizacji – wywiązania się z umowy. Niewystarczająca płynność instrumentów pochodnych, zwłaszcza opcji, było powodem likwidacji lub prób łączenia się giełd, na przykład Toronto Futures Exchange (TFE)[21]. Nie doszło do skutku przejęcie przez Deutsche Börse giełdy w Düsseldorfie[22]. Nie udał się również pośredni alians poprzez adaptację systemu elektronicznego obrotu, tzw. platformy Xetra.

3. Przesłanki wewnętrznej niestabilności rynków kapitałowych

Wahania kursów giełdowych są cechą systemową zinstytucjonalizowanego rynku kapitałowego. Przyjmując założenie, że ceny (kursy) są parametrem równowagi rynkowej z ewentualnym przesunięciem czasowym – zjawisko inercji, równoważenie rynku następuje na różnych poziomach cen (kursów giełdowych). Proces autonomicznych ruchów cen, niezwiązanych ze zmianami popytowo-podażowymi, można określić jako wewnętrzną niestabilność rynku kapitałowego. W latach dziewięćdziesiątych niestabilność światowych rynków kapitałowych wyraźnie wzrosła, co objawiło się wieloma kryzysami finansowymi, które zakłóciły przebieg „normalnych" cykli giełdowych. Drugim, równie ważnym skutkiem jest zwięk-

[20] W wyniku połączenia Deutsche Börse AG i Wienner Börse AG powstała giełda Newex z siedzibą w Wiedniu.

[21] Informacja za: Rynek Terminowy 1999, nr 6, s. 12.

[22] Giełda w Düsseldorfie to niespełna 4% niemieckiego rynku kapitałowego. Patrz: Rynek Terminowy 2001, nr 2, s. 4.

szenie dynamiki wahań giełdowych. Zjawisko to obserwowane w całej dekadzie lat dziewięćdziesiątych uległo nasileniu w drugiej połowie omawianego okresu. Przyczyn można się doszukiwać w czynnikach zewnętrznych, leżących po stronie tzw. otoczenia globalnego, na przykład w:

- postępie technicznym, technologicznym i organizacyjnym,
- zróżnicowaniu gospodarczym świata wraz z izolacyjnymi tendencjami krajów najwyżej rozwiniętych,
- ekspansji „Tygrysów Azjatyckich",
- ochronie „własnych" rynków kapitałowy krajów OECD,
- nadmiarze wolnego kapitału i presji na jego „eksport".

Dużo ważniejsze od zewnętrznych czynników są czynniki wewnętrzne, przez pojęcie których należy rozumieć wszystkie te czynniki wkomponowane w mechanizmy giełdowe, które z istoty swej przyczyniają się do wzrostu amplitudy wahań kursów giełdowych. Do czynników wpływających na wzrost niestabilności rynków kapitałowych w latach dziewięćdziesiątych należy zaliczyć:

- wzrost udziału w obrotach giełdowych instrumentów finansowych o zwiększonym ryzyku,
- skalę i spekulacyjny charakter funduszy powierniczych, inwestycyjnych i hedgingowych,
- destabilizującą rolę tzw. krótkiej sprzedaży,
- kredytowanie transakcji giełdowych – wzmocnienie „dźwigni finansowej".

Lata dziewięćdziesiąte to boom instrumentów pochodnych. Ich pojawienie się na giełdzie w Chicago w 1972 roku nie zwiastowało, że w połowie lat dziewięćdziesiątych wielkość obrotów nimi przekroczy obroty klasycznymi papierami wartościowymi. Instrumenty pochodne, zwane *derywatami*, a w polskiej nomenklaturze *prawami pochodnymi*, charakteryzują się dwoistą naturą[23]:

1) Są instrumentem o wybitnie spekulacyjnym charakterze, stopa zysku z dokonanej inwestycji może być wielokrotnie wyższa w relacji do zmiany kursów instrumentów bazowych, wynika to z działania dźwigni finansowej (*leverage*). Z tego powodu są atrakcyjnym narzędziem spekulacji giełdowej (*trading*), o stosunkowo szerokim obszarze zmienności (opcje indeksowe, akcyjne, kursowe, hybrydowe, kontrakty *futures* i *forward*: walutowe, obligacyjne, indeksowe, warranty i inne). Wysokość potencjalnych zysków na sesji tn (s_{tn}) określona jest funkcją wykładniczą (f) czasu liczonego od momentu nabycia do momentu realizacji (T) i odchylenia standardowego zmiany kursów instrumentu bazowego (σk) pomniejszoną o nakład inwestycyjny wymagany do nabycia instrumentu (N_{to}), tj.: premia opcyjna, depozyt gwarancyjny lub cena

[23] Szerzej na temat istoty i zastosowania instrumentów pochodnych w: W. Tarczyński, M. Zwolankowski, op.cit., s. 55 i n.; R. A. Jarrow, G. S. Oldfield, *Forward Contracts and Futures Contracts*, Jurnal of Financial Economics 1981, s. 12; J. Dubisz, *Instrumenty pochodne a minimalizacja ryzyka*, Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa 2001, nr 2, s. 30-33.

nabycia instrumentu na wtórnym rynku plus koszty transakcyjne. Wyraża to wzór:

$$s_{tn} = f(T, \sigma k) - N_{to}.$$

Wysokość ekspozycji instrumentów pochodnych jest teoretyczną wartością instrumentu bazowego na dzień realizacji instrumentu pochodnego. Potencjalne zyski liczone są od wartości ekspozycyjnej z uwzględnieniem wysokości premii lub depozytu gwarancyjnego[24]. Stopa zysku może być liczona relacją wartości ekspozycyjnej i sumy nakładów transakcyjnych.

2) Potencjalne korzyści z inwestycji w instrumenty pochodne okupione są zwiększonym ryzykiem. Inwestor musi dopuszczać sytuację, że niekorzystny rozwój koniunktury (zmiana kursów instrumentu bazowego) spowoduje utratę całego zainwestowanego kapitału w te instrumenty[25]. W niektórych sytuacjach ryzyko inwestowania w te instrumenty ma wymiar zero-jedynkowy. Wzrost ryzyka inwestycji pogłębia wahania kursów giełdowych, a zważywszy na dodatkową presję wywołaną efektem „demonstracji", wzmacnia fale nastrojów giełdowych.

Największymi inwestorami giełdowymi są obecnie fundusze inwestycyjne i hedgingowe. Często obarcza się je bezpośrednią winą za zakłócenia na rynkach kapitałowych[26]. Ekspansja funduszy inwestycyjnych jest szczególnie widoczna na największym rynku finansowym, tj. w Stanach Zjednoczonych i na rynkach kapitałowych krajów dokonujących transformacji polityczno-gospodarczej. Ewentualne porażki funduszy przenoszą się bezpośrednio na rynki kapitałowe, co objawia się znaczącym spadkiem kursów. Dobitnym tego przykładem jest spektakularny upadek LTMC (Long Term Capital Management), który po czterech latach znaczących sukcesów w 1998 roku popadł w trudności finansowe[27]. Pomoc 14 banków

---

[24] W przypadku opcji typu europejskiego do ich wyceny można wykorzystać model dwumianowy lub wzór Blacka Scholesa. Szerzej o wycenie instrumentów pochodnych i implikacjach inwestycyjnych w: W. Tarczyński, M. Zwolankowski, op.cit., s. 69 i n.

[25] Należy zaznaczyć, że instrumenty pochodne mogą być wykorzystywane do budowy portfeli inwestycyjnych, dywersyfikujących ryzyko i do transakcji zabezpieczających - *hedging*. Umiejętne stosowanie wypracowanych w teorii *strategii inwestycyjnych*, wykorzystujących instrumenty pochodne, przyczynia się do minimalizacji ryzyka i eliminacji fal „ucieczki" przed pogłębianiem strat z tytułu niekorzystnego rozwoju sytuacji na giełdzie. Szerzej o znaczeniu spekulacji instrumentami pochodnymi w: W. Grabowski, *Instrumenty pochodne a współczesne kryzysy finansowe*, Biblioteka Bankowca, Warszawa 1998.

[26] Ciekawy i przekonujący pogląd na temat przyczyn kłopotów finansowych LTCM i innych funduszy hedgingowych przedstawia W. Ziemba: *Porządek i anomalie rynków finansowych*, Wywiad z W. Ziembą, Rynek Terminowy 1998, nr 2, s. 42-44.

[27] Fundusz LTCM dysponując kapitałami własnymi w wysokości 4 mld USD, dokonywał inwestycji kapitałowych, przede wszystkim w instrumenty pochodne na giełdach amerykańskich i obligacje na giełdzie rosyjskiej, na kwotę zobowiązań bieżących przekraczającą 120 mld USD. Natomiast łączna kwota ekspozycji posiadanych instrumentów przekraczała 1 biliard USD. Przy tak wysokiej ekspozycji odwrotne działanie „dźwigni finansowej" spowodowało, że wystarczyły trzy miesiące, aby fundusz utracił płynność i znalazł się na granicy bankructwa.

i 8 innych funduszy powierniczych oraz gwarancje rządowe uratowały LTCM przed ostatecznym bankructwem. Podobnie jak LTCM, fundusz SOROSA, Barings Bank, Metallgescheft AG, Net West, Procter&Gamble wykazały olbrzymie straty, angażując się w transakcje terminowe, w obligacje niezabezpieczone, w opcje katastroficzne itp., czyli w instrumenty o spotęgowanym ryzyku. Ryzyko tych inwestycji było dodatkowo zwiększone z tytułu angażowania się tych instytucji na rynkach kapitałowych o niskim ratingu, m.in. w Rosji, w Tajlandii, w Hongkongu. W latach dziewięćdziesiątych w Stanach Zjednoczonych spośród ponad 3 tys. funduszy 1/4 poniosła straty w wyniku inwestycji spekulacyjnych na rynku derywatów. Kłopoty LTCM odbiły się dotkliwie na światowym rynku finansowym: indeksy DAX, FTSE100, DJIA – spadły o co najmniej 3%.

W rynek instrumentów spekulacyjnych angażują się również banki. Przykłady Barings Bank i konglomeratu finansowego Sumitmo pokazują, że nieodpowiedzialna „działalność" maklerów giełdowych (przykład N. Leasona – maklera w Barings Bank) może doprowadzić do upadku nawet największych instytucji finansowych. Przejęcie Barings Bank przez grupę kapitałową ING Group, być może zapobiegło większym reperkusjom na rynkach finansowych[28].

Czynnikiem pogłębiającym wahania kursów, zwłaszcza w okresach bessy giełdowej jest „krótka sprzedaż" (*short sale*), czyli sprzedaż pożyczonych papierów wartościowych w przewidywaniu przyszłego spadku ich ceny i z zamiarem ich odkupienia po niższej cenie. Ujemne saldo danego papieru lub portfela to dodatkowa oferta sprzedaży i dodatkowa podaż walorów. W przypadku „normalnych" cykli giełdowych krótka sprzedaż stabilizuje giełdę, inwestorzy bowiem w okresie bessy pozostają na giełdzie. Jednak w sytuacjach wyraźnych spadkowych trendów krótka sprzedaż wzmacnia presję podażową i pogłębia spadek kursów. W latach dziewięćdziesiątych podejmowano na wielu giełdach próby administracyjnego ograniczania spekulacyjnej gry na spadek kursów[29]. Nie przyniosło to jednak spodziewanego rezultatu, a wywoływało opory ze strony graczy giełdowych.

Czynnikiem o podobnym charakterze jak „krótka sprzedaż" jest kredytowanie transakcji giełdowych. Jest to czynnik, który wzmacnia wahania kursów giełdowych, tj. zwiększa ich dynamikę i amplitudę. Kredytowanie obrotu giełdowego przybiera następujące formy:

- bezpośredniego kredytowania transakcji giełdowych przez banki lub biura maklerskie,
- dopuszczenia zleceń kupna bez pokrycia na bieżącym rachunku inwestycyjnym,

---

[28] „ING Group jest bankowo-ubezpieczeniowym holdingiem z siedzibą w Holandii. Jest wiodącą instytucją finansową w Europie o kapitalizacji rynkowej przekraczającej 50 miliardow Euro. Według magazynu Fortune, należy do pierwszej dziesiątki największych korporacji na świecie (1999)"; http://ing.pl.

[29] W Stanach Zjednoczonych obowiązuje tzw. zasada drgnięcia w górę (*The uptick rule*); por. H. B. Mayo, *Wstęp do inwestowania*, Liber, Warszawa 1997, s. 73.

– odroczonego terminu płatności dokonanych transakcji kupna papierów wartościowych.

Powyższe możliwości kreują dodatkowy popyt (realny lub potencjalny) niemający pokrycia w środkach finansowych. Kredytowanie to swoista dźwignia finansowa. Skala efektu dźwigni może być nieograniczona, gdyż zabezpieczeniem transakcji kupna na zasadach kredytowania są nabyte papiery wartościowe. W przypadku korzystnego rozwoju sytuacji na giełdzie, to jest zmian kursów zgodnych z oczekiwaniami inwestora, wzrasta wartość zabezpieczenia, tj. nabytych papierów wartościowych. To z kolei umożliwia dokonanie kolejnych inwestycji pod zwiększone zabezpieczenie (*revolving*). Problem pojawia się w sytuacji, gdy niekorzystne zmiany kursów powodują spadek wartości zabezpieczenia – efekt „wstecznego" działania dźwigni. Jeżeli zmiany kursów są przewidywalne, a spodziewane zyski przekraczają koszty transakcyjne, to kredytowanie transakcji giełdowych pogłębia wahania kursów giełdowych, zwiększa bowiem presję popytową w sytuacji korzystnych zmian koniunktury lub zwiększa presję podażową w sytuacjach niekorzystnych.

4. Wybrane przykłady niestabilności rynków kapitałowych w latach dziewięćdziesiątych

Giełda jest najlepszą ze znanych metod wyceny i alokacji kapitału, sprzyja więc dopasowaniu strumieni pasywnych i aktywnych w aspekcie wolumenu transferu i czasu realizacji tych przepływów. Rynek kapitałowy sam może kreować negatywne impulsy koniunkturalne, może być źródłem zakłóceń i kryzysów gospodarczych. Historia dowodzi, że giełda może inicjować poważne i długotrwałe kryzysy gospodarcze. Najdobitniejszym tego przykładem jest Wielki Kryzys lat trzydziestych, poprzedzony „czarnym czwartkiem" (24.10.1929 r.) na giełdzie nowojorskiej. Kryzysy na rynkach finansowych lat dziewięćdziesiątych są nieporównywalne zarówno co do skali, jak też przyczyn i skutków. Większość z nich wynikała z impulsów płynących z rynków pieniężnych, a dokładniej mówiąc, walutowych[30]. Perturbacje na rynkach finansowych dotknęły przede wszystkim gospodarki „wschodzące" (*emerging market*), tj. krajów, które dokonały wcześniej otwarcia na wymianę międzynarodową, borykały się z problemem bezrobocia, wysoką inflacją i niską stopą oszczędności[31].

---

[30] Szerzej o kryzysach walutowych w latach dziewięćdziesiątych w: W. Małecki, *Ryzyko kryzysu walutowego w Polsce*, Gospodarka Narodowa 2000, nr 4, s. 5-9.

[31] W. Małecki pisze odnośnie do omawianych krajów, których dotknęły problemy rynków finansowych: „Tym samym dla osiągnięcia względnie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego niezbędny był bardzo znaczny napływ oszczędności zagranicznych. Zresztą również i w krajach południowo-wschodniej Azji, pomimo znacznie wyższej stopy oszczędności krajowych, zapotrzebowanie na

Współczesnym odpowiednikiem „klasycznych" kryzysów, oczywiście w innym wymiarze i z nieporównywalnie mniejszymi konsekwencjami, jest kryzys meksykański z lat 1994-1995. Podobieństwa dotyczą przede wszystkim miejsca inicjacji negatywnych impulsów, tj. giełdy kapitałowej, które to impulsy poprzez rynek pieniężny negatywnie wpłynęły na pozostałe sfery gospodarki narodowej. Jednak bez specjalnych reperkusji dla stabilności waluty rezerwy walutowe i pomoc Stanów Zjednoczonych stabilizowały rynek walutowy i pieniężny. Giełda meksykańska, o charakterze lokalnym, ale silnie powiązana z rynkiem kapitałowym w Stanach Zjednoczonych i o relatywnie dużych obrotach, stała się miejscem konfrontacji światowych funduszy hedgingowych z amerykańskimi funduszami powierniczymi, które kontrolowały ówczesny rynek meksykański. Fundusze te w 1994 roku wykorzystały dopiero co dopuszczone do publicznego obrotu opcje indeksowe i obligacje katastroficzne jako narzędzie walki o dominację na meksykańskim rynku instrumentów pochodnych. Skutkiem tej „wojny" była destabilizacja rynku kapitałowego, a w konsekwencji całej sfery finansowej Meksyku.

Kryzys rosyjski, którego kulminacją było zawieszenie spłat długu wewnętrznego w 1998 roku był przede wszystkim kryzysem rubla. Słabość waluty wewnętrznej, deregulacja państwowego sektora gospodarczego, problemy społeczno-narodowościowe wywoływały zakłócenia na rynku pieniężnym już w latach 1994-1996, ale nie przenosiły się na rynek kapitałowy. Kumulacja negatywnych impulsów rynku pieniężnego, bez aktywnego przeciwdziałania ze strony Banku Centralnego Rosji doprowadziły do utraty zaufania inwestorów amerykańskich i japońskich, których udział sięgał przeszło 95% obrotów giełdy moskiewskiej. Negatywne impulsy z rynku pieniężnego spowodowały ucieczkę kapitałów, spadek o 1/4 kursów i o 1/2 obrotów na giełdzie.

Analogiczne procesy zaobserwowano w Brazylii w latach 1998-1999, gdzie brazylijski real okazał się najsłabszym ogniwem rynku finansowego, przy braku wystarczających rezerw dewizowych[32]. Inne przesłanki kryzysu, ale również pieniężne, zaistniały w Argentynie w 1994 roku, w Tajlandii, Malezji, Indonezji i na Filipinach w latach 1997-1999. W każdym przypadku giełdy kapitałowe reagowały z pewnym opóźnieniem i w stopniu mniejszym, aniżeli wskazywał na to spadek wartości pieniądza krajowego. Wszędzie jednak nastąpił spadek kursów spowodowany głównie odpływem kapitałów zagranicznych. Obroty giełdowe po chwilowym (2-3-miesięcznym spadku) szybko wzrastały, co było przesłanką poprawy koniunktury nie tylko na giełdzie kapitałowej i zwiastowały szybki powrót inwestorów zagranicznych. Takie zachowanie się kapitału zagranicznego na rynkach wschodzących wskazuje na jego typowo spekulacyjny charakter.

---

oszczędności zagraniczne było nie mniejsze ze względu na bardzo wysoką kapitałochłonność wzrostu gospodarczego." W. Małecki, op.cit., s. 6.

[32] P. Talaga, *Giełdowe drapieżniki*, Rzeczpospolita, 26/27.09.1998, s. 3.

Jedną z wad systemu finansowego większości krajów południowo-wschodniej Azji był brak rezerw walutowych i tym samym środków na „obronę" własnej waluty[33]. Pomoc instytucji międzynarodowych: Banku Światowego i Międzynarodowego Funduszu Walutowego była spóźniona, niewystarczająca i mało skuteczna ze względu na biurokratyczne bariery dysponowania środkami finansowymi desygnowanymi przez instytucje międzynarodowe. Odmienna sytuacja była w przypadku Japonii, która dysponowała rezerwami i znacznymi własnymi środkami bieżącymi, a interwencja instytucji międzynarodowych była natychmiastowa, obawy przed ogólnoświatowymi reperkusjami załamania się jena skłaniały do szybkich działań. Na potrzeby stabilizacji jena Bank Światowy i rząd Stanów Zjednoczonych postawiły do dyspozycji środki przekraczające wysokością roczny budżet Japonii i sumę wszystkich środków pomostowych oferowanych łącznie wszystkim innym krajom.

Innego rodzaju sytuacja wystąpiła w Korei, gdzie załamanie się rynku kapitałowego nie wiązało się bezpośrednio z rynkiem pieniężnym, ale z ogólnie pogarszającą się sytuacją gospodarczą kraju. Aktywna polityka rządu Korei i instytucji międzynarodowych nie zapobiegła załamaniu się rynku kapitałowego i ucieczce kapitału spekulacyjnego, ale spadki kursów na giełdzie nie przekraczały „normalnej" amplitudy wahań cyklicznych z lat osiemdziesiątych i pierwszej połowy dziewięćdziesiątych.

Tylko dwa przypadki, to jest Argentyny w 1994 roku i Filipin na przełomie lat 1997/1998, wskazują na samoistne kryzysy rynku kapitałowego, bez pierwotnych impulsów rynku pieniężnego, przy czym załamanie się kursów giełdowych poprzedzone było przedłużającą się stagnacją gospodarczą, napięciami w bilansie handlowym i płatniczym tych krajów.

Przedstawione przykłady wskazują, że:

1) rynek kapitałowy jest najczęściej „odbierającym" elementem systemu finansowego, ale jest bardzo podatny na wszelkie negatywne impulsy w gospodarkach „wschodzących",
2) rynek pieniężny, a zwłaszcza jego segment walutowy, jest najbardziej niestabilnym elementem systemu finansowego,
3) zakłócenia na tzw. obrzeżach światowego systemu finansowego nie przenoszą się na rynki kapitałowe w krajach wysoko rozwiniętych.

5. Instytucjonalne i systemowe metody stabilizacji rynków kapitałowych

Niestabilność rynków kapitałowych ograniczana jest za pomocą różnych narzędzi instytucjonalnych. Najważniejsze są oczywiście instytucje międzynaro-

[33] *Porządek i anomalie rynków finansowych*, s. 42-43.

dowe, funkcjonujące w sferze finansowej. Trudno przecenić rolę i znaczenie takich instytucji, jak: Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Bank Światowy, Europejski System Banków Centralnych (ESBC), Komitet Bazylejski ds. Nadzoru Bankowego (BSBC), Forum Stabilności Finansowej (FSF), Międzynarodowe Zrzeszenie Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO), Międzynarodowe Stowarzyszenie Nadzoru Ubezpieczeniowego (IAIS) i inne. Lata dziewięćdziesiąte to okres krystalizowania się koncepcji *Nowej Architektury Międzynarodowego Systemu Finansowego*, w ramach której istotne znaczenie mają zmiany instytucjonalne: odbiurokratyzowanie, wzrost elastyczności działania, nowe narzędzia regulacji rynków finansowych, zasady i normy ostrożnościowe[34]. Jednym z celów koncepcji *Nowej Architektury* jest stabilizacja długookresowa rynków finansowych poprzez właściwe wykorzystanie współczesnych narzędzi finansowych nie tylko na potrzeby poszczególnych krajów OECD, ale przede wszystkim na potrzeby tzw. obrzeża wysokorozwiniętego systemu finansowego. W odniesieniu do krajów UE dodatkowym celem jest przeciwdziałanie ekspansji kapitału amerykańskiego. Rynek kapitałowy UE, mimo iż stosunkowo liberalny, podlega silnemu oddziaływaniu instytucji unijnych, jest również przedmiotem zainteresowania wewnętrznej polityki gospodarczej każdego z członków Unii. Przesłania interwencjonizmu państwowego w sferze kapitałowej wynikają z[35]:

- konieczności ochrony krajowych inwestorów, zwłaszcza indywidualnych,
- procesów integracji gospodarczej, unifikacji standardów w zakresie przepływu strumieni finansowych,
- wykorzystania krajów wschodzących jako stabilizatora koniunktury.

Wydaje się, że w kontekście rynków kapitałowych, szczególnie ważny jest tzw. „eksport kapitału" poza system rozwiniętych, największych rynków kapitałowych. Motywem inwestowania na rynkach wschodzących (*emerging market*), w krajach o wysokiej niestabilności politycznej i gospodarczej – nie tylko Europy Środkowowschodniej, ale także Azji i Ameryki, jest:

- poszukiwanie „zewnętrznych" obszarów alokacji wolnych kapitałów,
- wyższa – potencjalna – stopa zysku z tytułu „premii" za ryzyko.

Atrakcyjność eksportu wolnego kapitału na rynki wschodzące wynika z cech tamtejszych rynków kapitałowych. Najważniejsze z tych cech to[36]:

---

[34] B. Eichengreen, *Toward a New International Financial Architecture, Institute for International Economics*, Washington 1998, s. 15 i n.; A. Sławiński, *Kierunki ewolucji międzynarodowego systemu walutowego*, Gospodarka Narodowa 2000, nr 5-6, s. 18-23; *Financial Stability Forum Releases Grouping of Offshore i Financial Centres (OFCs) to Assist in Setting Priorities for Assessment*, May 2000, w: http:// bis.org/press/~p000526.

[35] Inne powody interwencjonizmu państwowego w sektorze finansowym podaje L. Orędziak, op.cit., s. 18-20.

[36] J. Dubisz, Z. Olejniczak, *Wybrane zagadnienia polskiego rynku kapitałowego*, WSZiB, Poznań 2000, s. 7-8.

1) brak rodzimego kapitału oraz fakt że pierwotna akumulacja kapitału nie zawsze odbywa się w majestacie prawa,
2) stały wzrost (można zaryzykować stwierdzenie, że nawet nadmierny) liczby notowanych walorów giełdowych[37],
3) nacisk od strony popytu na rynek kapitałowy,
4) niedorozwój usług finansowych (bankowych, ubezpieczeniowych),
5) dominacja spółek małych o małych kapitałach własnych (dążenie do nowych emisji),
6) konkurencyjność rynku pozagiełdowego i obligacji skarbowych,
7) segmentacja spółek i systemu notowań, na przykład dwoistość kursów,
8) możliwości manipulacji kursami, tworzenia nieformalnych związków graczy giełdowych (ang. *pool*, pol. *spółdzielni*)[38].

Na stabilność rynków kapitałowych mają również wpływ wbudowane w system giełdowy automatyczne stabilizatory, widełki zmian kursów, rygory dopuszczenia do publicznego obrotu itp. Dla inwestorów znaczenie mają instytucjonalne i prawne formy ochrony oraz procedury zaspokajania roszczeń. W UE szczególne znaczenie przywiązuje się do prawnych regulacji ostrożnościowych w sektorze finansowym, obejmujące m.in.:

1) licencjonowanie instytucji finansowych (Pierwsza i Druga Dyrektywa Bankowa z lat 1977 i 1989),
2) ograniczenia zakresu czynności realizowanych przez instytucje kredytowe i ubezpieczeniowe,
3) ustalenie wysokości funduszy własnych instytucji finansowych (CAD), adekwatnych do ponoszonego ryzyka rynkowego (*market risk*), wraz z metodami jego pomiaru i sposobami zabezpieczenia się przed stratami (89/299/EEC),
4) normy płynności i wypłacalności instytucji kredytowych (89/647/EEC),
5) monitorowanie i zabezpieczenie dużych transakcji finansowych (2/121/EEC),
6) łączenie i konsolidację instytucji finansowych (78/855/EEC).

Przyjęcie założenia o odpowiedzialności instytucji zaufania publicznego za powzięte zobowiązania z tytułu prowadzonej działalności nie gwarantuje jeszcze zabezpieczenia interesów depozytariuszy. Dlatego dyrektywą z 31 maja 1994 roku (94/19/EC) wprowadzono obowiązek tworzenia systemu gwarancyjnego w obrębie krajowego sektora kredytowego i regwarancyjnego poprzez instytucje finanso-

---

[37] W odniesieniu do polskiej giełdy proces wzrostu liczby notowanych walorów zwłaszcza spółek giełdowych został w 2000 roku wyraźnie ograniczony. *Per saldo*, uwzględniając spółki debiutujące i te które wycofano z obrotu, liczba notowanych spółek na GPW wzrosła w 2000 r. tylko o 4. Następny rok ma jednak z nawiązką zrekompensować tę tendencję; tak wynika z założeń, a sprzyja temu wprowadzenie nowego systemu obrotu „Warset".

[38] Szerzej W. Milo, op.cit., s. 108; J. Dubisz, *Manipulacje na giełdzie*, Merkuriusz Leszczyński 1999, nr 1, s. 24–25, J. Dubisz, *Cuda na giełdzie*, Merkuriusz Leszczyński 1998, nr 5, s. 22–23; P. Węgrowski, S. Karpiński, *Afery podważają zaufanie do giełdy*, Rzeczpospolita, 2.12.1998, s. 1 i 20.

we innych państw członkowskich. Zbliżone w swym charakterze są zabezpieczenia dotyczące inwestycji kapitałowych, zwłaszcza realizowanych przez tzw. drobnych inwestorów 93/22/EEC i 97/9/EC[39].

Skuteczność wypracowanych metod równoważenia rynków finansowych można ocenić poprzez zdolność do absorpcji negatywnych impulsów gospodarczych, koniunkturalnych, losowych. Stabilność światowego systemu finansowego jest niezaprzeczalnym atutem ostatnich 30 lat, tj. od ostatecznego rozpadu układu z Bretton Woods (1944 r.) w połowie lat siedemdziesiątych. Przesłanek małej wrażliwości rynków kapitałowych, w przeciwieństwie do rynków walutowych, należy poszukiwać w:

1) wzroście znaczenia publicznego obrotu giełdowego; w latach dziewięćdziesiątych obrót giełdowy w ramach OECD (bez Meksyku i Czech) zwiększył się przeszło dwukrotnie[40],
2) nowoczesnych systemach notowań giełdowych o dużej przejrzystości zasad równoważenia zleceń,
   - możliwość realizacji zleceń on-line z dowolnego miejsca,
   - dostępność i niskie koszty transakcyjne,
3) mechanizmach wyceny rynkowej wraz z dwukierunkowym jego charakterem,
4) dywersyfikacji rynków kapitałowych:
   - wielość giełd kapitałowych i możliwość transferu kapitału,
   - podmiotowe zróżnicowanie walorów i ich liczba wraz z alternatywnym niepublicznym obrotem papierami wartościowymi i jednostkami uczestnictwa w funduszach powierniczych,
   - liczba i dywersyfikacja portfeli inwestorów giełdowych,
5) antycypacyjnym charakterze decyzji inwestycyjnych, które oparte są na szerokim zasobie metod optymalizacji wyboru czasu i rodzaju dokonywanych transakcji (metody analizy technicznej, fundamentalnej i portfelowej), dostępności do wyników analiz, rzetelności informacji,
6) metodach zabezpieczenia portfeli kapitałowych i inwestorów przed stratami z tytułu nieprzewidzianych i niekorzystnych zmian koniunktury, tj.: strategie inwestycyjne – wypracowane w teorii i stosowane w praktyce do budowy portfeli inwestycyjnych, transakcje zabezpieczające (*hedging*), ubezpieczenia finansowe inwestorów i pośredników, powiernictwo i zarządzanie cudzym portfelem.

---

[39] Dyrektywa 93/22/EEC ustanowiła zasadę, że wysokość gwarantowanych roszczeń kapitałowych stanowi co najmniej 90% roszczenia do wartości 20 000 euro, a zaspokojenie roszczenia następuje w nieprzekraczalnym terminie 3 miesięcy.

[40] Szerzej w: Joint BIS–IMF–OECD–World Bank Statistcs, http:// bis.org/press/~0643er. Szczególnie duży wzrost obrotów notują instrumenty pochodne (derywaty); Por. The global OTC derivatives market continues to grow, http://bis.org/public/~02as745tr.

Zakończenie

Rynek kapitałowy jest elementem sektora finansowego. Zachowanie się giełd kapitałowych w latach dziewięćdziesiątych wskazuje, jak silny wpływ na rynek kapitałowy ma rynek pieniężny, zwłaszcza walutowy. Większość kryzysów i zakłóceń w sferze finansowej lat dziewięćdziesiątych miało swój początek na rynkach pieniężnych. W opracowaniu starano się wykazać istnienie wewnętrznych przesłanek niestabilności rynków kapitałowych, przy względnej stabilności światowego systemu finansowego. Naruszenie równowagi na rynkach kapitałowych jest nie tylko wynikiem niedopasowania cenowego i ilościowego zleceń kupna–sprzedaży walorów, ale także wynika z istoty funkcjonowania współczesnych giełd kapitałowych, notowanych instrumentów, systemu obrotów i realizacji transakcji giełdowych oraz, co wydaje się najważniejsze, ze spekulacyjnego charakteru uczestników „gry giełdowej", którym dotychczas przypisywano stabilizującą rolę.

Dla krajów w okresie transformacji, na przykład Polski, wyizolowanie najważniejszych przesłanek i mechanizmów niestabilności rynków kapitałowych ma bardzo istotne znaczenie, gdyż wzrastająca rola kapitału zagranicznego na GPW rodzi poważne obawy co do możliwości obrony polskiego rynku kapitałowego przed negatywnymi impulsami przenoszonymi za ich pośrednictwem. Wstąpienie do UE może natomiast stać się szansą na wykorzystanie rynku kapitałowego, polskiego i nie tylko, do stabilizacji sektora finansowego. Zachowanie się kursów giełdowych i inwestorów na GPW w końcu lat dziewięćdziesiątych wskazuje, jak wrażliwa jest polska giełda na zmiany na rynkach światowych. Jest to typowe dla wszystkich krajów wschodzących. Doświadczenia innych krajów, będących w podobnej sytuacji, wykazują, jak trudno uniknąć i jak trudno zwalczać kryzysy finansowe.

Bibliografia

Barczyk R., *Główne teorie współczesnych wahań koniunkturalnych*, Wyd. AE w Poznaniu, Poznań 1997

Dubisz J., *Współzależność wahań giełdowych*, Ekonomista 2000, nr 6

Dubisz J., *Instrumenty pochodne a minimalizacja ryzyka*, Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa 2001, nr 2

Dubisz J., Olejniczak Z., *Wybrane zagadnienia polskiego rynku kapitałowego*, WSZiB, Poznań 2000

Eichengreen B., *Toward a New International Financial Architecture*, Institute for International Economics, Washington 1998

Finansowe rynki kapitałowe, red. W. Milo, WN PWN, Warszawa 2000

Grabowski W., *Instrumenty pochodne a współczesne kryzysy finansowe*, Biblioteka Bankowca, Warszawa 1998

Jarrow R. A., Oldfield G. S., *Forward Contracts and Futures Contracts*, Jurnal of Financial Economics 1981
Maciejewski A., Wójcicki M., *Exchange Traded Funds (ETF)*, Rynek Terminowy 2000, nr 10
Madej Z., *Polski rynek kapitałowy*, WSzBiA, Warszawa 1998
Małecki W., *Ryzyko kryzysu walutowego w Polsce*, Gospodarka Narodowa 2000, nr 4
Mayo H. B., *Wstęp do inwestowania*, Liber, Warszawa 1997
Michalski T., *Polska w drodze do Unii Europejskiej*, Difin, Warszawa 2000
Neill H. B., *The Art of Contrary Thinking*, Caldwell 1954
Nowak K., *Polski rynek kapitałowy*, WSB, Poznań 1998
Orędziak L., *Rynek finansowy Unii Europejskiej*, Biblioteka Bankowca, Warszawa 1999
Porządek i anomalie rynków finansowych, wywiad z W. Ziembą, Rynek Terminowy 1998, nr 2
Pring M. J., *Psychologia inwestowania*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999
Rybiński K., *Możliwość i celowość regulacji przepływu kapitałów krótkoterminowych w Polsce*, Gospodarka Narodowa 2000, nr 2
Sławiński A., *Kierunki ewolucji międzynarodowego systemu walutowego*, Gospodarka Narodowa 2000, nr 5-6
Tarczyński W., Zwolankowski M., *Inżynieria finansowa*, Placet, Warszawa 1999
Witecki W., *Indeksy giełdowe*, http:// www.stoen.waw.pl
Yip G. S., *Strategia globalna*, PWE, Warszawa 1996

Część II

INSTRUMENTY, MECHANIZM I EFEKTY POLITYKI STABILIZACJI