

# **ZNACZENIE GIEŁDY PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W SYSTEMIE GOSPODARCZYM, ASPEKT ETYCZNY**

**Arkadiusz NIEDŹWIECKI<sup>1</sup>**

## **1. Wstęp**

Przyjmuje się, że giełda papierów wartościowych stanowi podstawowy element rynku kapitałowego. Pogląd ten odnosi się w szczególności do jego wtórnego segmentu, w którym stronami transakcji są z jednej strony inwestorzy sprzedający nabyte uprzednio papiery wartościowe, a z drugiej podmioty przewidujące, że zakup określonych instrumentów finansowych przyniesie im w przyszłości oczekiwany poziom zysków. Przy tym wtórny rynek papierów wartościowych może oddziaływać na możliwości rozwojowe danej gospodarki, a w mikroskali stanowić źródło informacji w procesie decyzyjnym, co do lokowania nie wykorzystanych aktualnie środków finansowych. Uważa się, że w każdym z tych aspektów jest widoczne obiektywistyczne, a więc „urynkowane” postrzeganie procesów gospodarczych, w przypadku których normy etyczne w działaniu uczestników rynku mają charakter uniwersalny, związany z kreowaniem określonej wartości w wyniku realizacji transakcji wymiennych papierami wartościowymi. Celem niniejszego opracowania jest modelowa charakterystyka znaczenia gospodarczego giełdy papierów wartościowych w aspekcie etycznym, przede wszystkim obiektywistycznym

## **2. Istota giełdy papierów wartościowych**

Według J. Sochy, giełda papierów wartościowych to: *zespół osób, urzędzeń i środków technicznych zorganizowanych w taki sposób, że przy kojarzeniu ofert sprzedaży i nabycia papierów wartościowych wszyscy uczestnicy rynku papierów wartościowych mają jednakowy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie, przy zachowaniu jednakowych warunków zbywania i nabywania praw*, a podstawowym celem jej istnienia jest wtórny obrót papierami wartościowymi [Socha 1998 s. 18]. Definicja ta jest zgodna z inną definicją, określoną przez W. Januszkiewicza, według którego giełda papierów wartościowych to: *regularne, odbywające się w określonym miejscu i czasie, podporządkowane określonym normom i zasadom spotkania osób pragnących zawrzeć umowę kupna-sprzedaży oraz osób pośredniczących w zawieraniu transakcji, których przedmiot stanowią*

---

<sup>1</sup> Dr Arkadiusz Niedźwiecki – Wydział Ekonomii i Zarządzania Uniwersytetu w Białymstoku.

zamienne papiery wartościowe, przy czym obiektywne ceny owych transakcji (kursy) są ustalane na podstawie układu podaży i popytu, a następnie podawane do wiadomości publicznej [Giełdy w gospodarce... 1991 s. 120]. Powyższe definicje wskazują na główne cechy giełdy papierów wartościowych, a mianowicie:

- a) wewnętrzną organizację opartą na odpowiednich (dopasowanych do potrzeb uczestników rynku kapitałowego) normach prawa oraz własnych regulaminach, co, według autora, wskazuje właśnie na obiektywistyczny wymiar rynku giełdowego;
- b) handel oparty na stałych zasadach bez konieczności okazywania *in natura* papierów wartościowych w miejscu przeprowadzania transakcji – w tym przypadku również jest widoczny aspekt obiektywistyczny wymiany prowadzonej na giełdzie papierów wartościowych;
- c) ściśle określony zbiór podmiotów dopuszczonych do handlu (tzw. członków giełdy), co w opinii autora odnieść można do nominalizmu w zakresie kreowania obiektywnych norm, na podstawie których „firmy maklerskie” funkcjonują na giełdzie;
- d) jednorodność, rozumiana jako relatywnie wysoka wymienialność papierów wartościowych (przedmiotem obrotu giełdowego są instrumenty względnie płynne – przede wszystkim akcje, obligacje oraz kontrakty pochodne, bazujące na nich) – w tym zakresie giełda powinna zapewniać uczestnikom transakcji wymiennych dość szeroki zakres dostępnych instrumentów, dzięki czemu można obiektywnie określać reprezentowaną przez nie wartość kapitału,
- e) stałość miejsca i czasu spotkań uczestników transakcji wymiennych (sesje giełdowe odbywające się w określony sposób), co również wpływa na skuteczność obiektywnego mechanizmu cenowego giełdy papierów wartościowych.

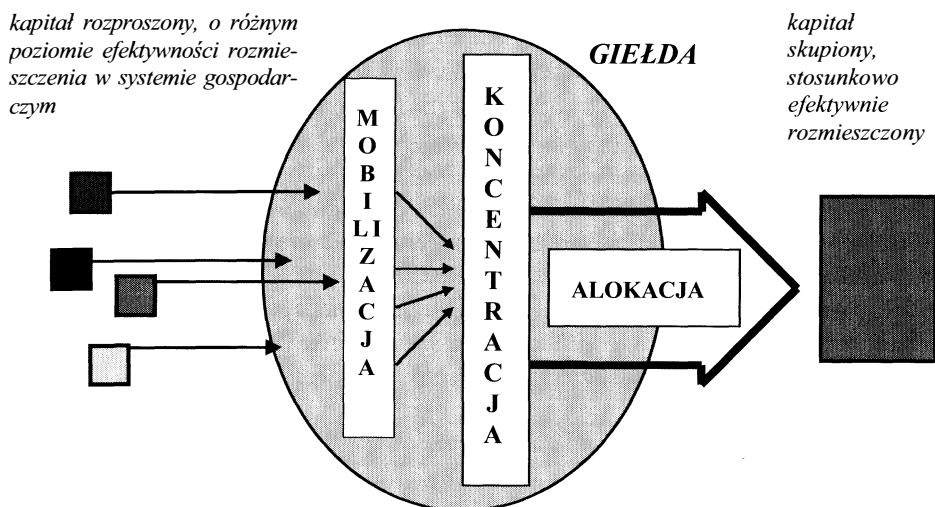
Jak wskazuje analiza względnie rozwiniętych rynków kapitałowych, w gospodarce rynkowej można wyodrębnić dwa główne instytucjonalne rozwiązania organizacyjne handlu giełdowego, czyli rynek kierowany cenami i rynek kierowany zleceniami. W systemie opartym na cenach zlecenia transakcyjne „dostosowują” się do z góry ustalonego na giełdzie kursu. Działający na tak skonstruowanym rynku *market makers* gotowi są w dowolnym momencie do przeprowadzania transakcji kupna-sprzedaży: podają ceny, po jakich są skłonni je zawrzeć. W odpowiedzi na oferty cenowe (wskazywane przeważnie w formie „widełek”) pojawiają się zlecenia od przeciwnej strony transakcyjnej. W związku z tak określoną formą zawierania umów, rynek ten jest rynkiem kursów ciągłych. W metodzie opartej na zleceniach cenę transakcyjną określa się na podstawie składanych przez uczestników rynku zleceń kupna i sprzedaży. W tym przypadku kurs notowanych instrumentów finansowych może być ustalany jednorazowo na danej sesji – kurs jednolity lub kształtowany w momencie zawierania transakcji na podstawie zgłoszonych zleceń – kurs ciągły [Bień 2001 s. 240 – 248]. Uważa

się, iż oba te systemy mogą charakteryzować się wysoką sprawnością w procesie budowania obiektywnego mechanizmu wyceny kapitału.

### 3. Znaczenie giełdy papierów wartościowych w makroskali

Jedną z głównych funkcji giełdy papierów wartościowych w sferze makro-gospodarczej jest wpływ na zagospodarowanie kapitału w tych działach gospodarki, w których może być on wykorzystany w możliwie najbardziej racjonalnie. Jednak, aby mogło nastąpić możliwie efektywne umiejscowienie kapitału w systemie gospodarczym, musi zostać on najpierw zmobilizowany i osiągnąć relatywnie wysoki poziom koncentracji, w czym również widoczne jest oddziaływanie giełdy finansowej. Proces ten jest zilustrowany Schematem 1. Jednocześnie giełda papierów wartościowych, uczestnicząc w cyrkulacji kapitałowej może być traktowana jako swojego rodzaju „instrument” informujący o ogólnej sytuacji gospodarczej oraz jej trendach rozwojowych.

#### Schemat 1. Funkcje giełdy papierów wartościowych w sferze makro-gospodarczej



Źródło: [Proniewski, Niedźwiecki 2009 s. 70].

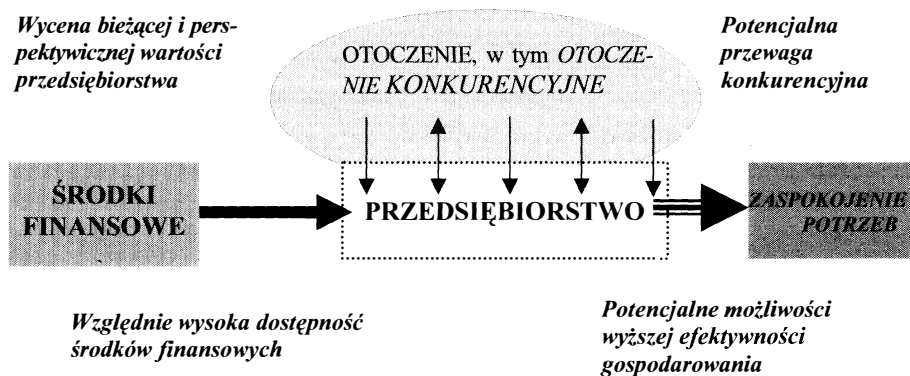
Uważa się, że giełda papierów wartościowych ma działanie stymulujące w odniesieniu do preferencji inwestycyjnych podmiotów gospodarujących. Przy tym, oferowany przez wtórny rynek kapitałowy, oczekiwany poziom dochodów w przyszłości ma działanie motywujące i określa się go jako „mobilizowanie oszczędności”. Proces ten polega na przekształceniu nie używanych dotychczas zasobów kapitałowych w strumienie cyrkulujące na rynku kapitałowym. Rozproszone środki finansowe w formie względnie płynnej, które zostały zgroma-

dzony na rynku organizowanym przez giełdę, są skupiane, a skoncentrowany kapitał powinien cechować się relatywnie większym znaczeniem ekonomicznym niż rozdrobnione fundusze, przy czym w procesie tym aktywizującą rolę mogą odegrać racjonalizujące zachowanie rynku, instytucje zbiorowego inwestowania [Czekaj, Owsiak 1992 s. 178 – 181]. Dzięki giełdzie papierów wartościowych, istnieje potencjalna możliwość transferu strumieni kapitałowych do efektywnych zastosowań w gospodarce i zamiany ich na kapitał rzeczowy cechujący się stosunkowo wysokim poziomem produktywności, w czym jest widoczne wzajemne oddziaływanie wtórnego i pierwotnego rynku papierów wartościowych, oddziaływanie, które powinno wpływać w perspektywie długoterminowej na racjonalizację zachowań uczestników rynku kapitałowego.

#### 4. Znaczenie giełdy papierów wartościowych w mikroskali

Uważa się, że w przypadku alokacji kapitału, obserwowanej w mikroskali, giełda papierów wartościowych powinna wpływać na funkcjonowanie przedsiębiorstw na niej notowanych. W szczególności może stanowić dla nich źródło przewagi konkurencyjnej, a więc aktywizować podmioty działające szczególnie sprawnie [Moroz 2003 s. 40 – 41] – schemat 2.

#### Schemat 2. Obszary „korzyści z giełdy” w modelu funkcjonowania przedsiębiorstwa



Źródło: [Proniewski, Niedźwiecki 2009 s. 77].

Jak się uważa, w gospodarce rynkowej dominującą rolę odgrywają dwa obszary konkurencji: dostęp do środków finansowych oraz rynków zbytu [Klimczak 1998 s. 92]. W obu tych przypadkach rozwinięte mechanizmy regulowanego wtórnego rynku kapitałowego mogą odgrywać znaczącą rolę. „Obecność” papierów wartościowych na giełdzie może ułatwić przedsiębiorstwu dostęp do

środków finansowych znajdujących się w gospodarce, co w przypadku efektywnego nimi zarządzania może mieć pozytywny wpływ na zwiększenie konkurencyjności podmiotu gospodarczego, a z drugiej strony racjonalizuje decyzje inwestorów związane z lokowaniem środków finansowych w instrumenty notowane na giełdzie. Pozytywne oddziaływanie giełdy finansowej na kreację konkurencyjności podmiotu gospodarczego odbywa się dzięki względnie łatwemu dostępowi do:

- a) nie wykorzystywanych dotychczas przez spółkę zasobów kapitałowych, przekształcanych przez nią następnie w inwestycje, służące realizacji strategii rozwojowej w warunkach konkurowania na rynku;
- b) płynnych środków finansowych, niezbędnych w bieżącym funkcjonowaniu przedsiębiorstwa, zapewniających mu odpowiedni poziom płynności.

W pierwszym przypadku uwidacznia się swoiste sprzężenie zwrotne między pierwotnym a wtórnym rynkiem kapitału (zwłaszcza publicznym) w mikroskali. Stosunkowo wysoki poziom popytu i podaży papierów wartościowych na rynku pierwotnym stymuluje rozwój giełdy papierów wartościowych; odwrotnie, poziom ukształtowania sił rynkowych na giełdzie oddziałuje na preferencje lokowania przez przedsiębiorstwa kolejnych emisji papierów wartościowych na publicznym rynku pierwotnym oraz sprawność procesu emisyjnego.

W sytuacji, kiedy kapitał pozyskany z giełdy zostanie użyty do finansowania przedsięwzięć rozwojowych (zwiększających rozmiary prowadzonej działalności, czemu powinien towarzyszyć znaczny stopień zaspokojenia potrzeb odbiorców oferty produktowej), może zwiększyć się długoterminowa zyskowność przedsiębiorstwa. W efekcie dostarczenia podmiotowi gospodarczemu kapitału za pośrednictwem emisji papierów wartościowych i późniejszego jego racjonalnego wykorzystania może następować wzrost efektywności funkcjonowania organizacji i stały jej rozwój nawet w warunkach niekorzystnego oddziaływania otoczenia, w szczególności konkurentów. Jest to szczególnie istotne z punktu widzenia osiągnięcia przez podmiot gospodarczy przewagi konkurencyjnej w perspektywie strategicznej.

Notowanie papierów wartościowych na giełdzie ma również znaczenie dla krótkookresowej przewagi konkurencyjnej spółki. Jeżeli jest to względnie efektywne przedsiębiorstwo, kursy jego akcji powinny kształtować się na stosunkowo wysokim poziomie<sup>2</sup>. W połączeniu z „efektem aureoli” giełdy papierów wartościowych ułatwia to dostęp do krótkookresowych kredytów bankowych na bieżącą działalność spółki, co zwiększa jej płynność finansową, ograniczając ryzyko upadłości. „Efekt aureoli” powinien również prowadzić do poprawy pozycji przetargowej przedsiębiorstwa wobec kontrahentów, co może spowodować

---

<sup>2</sup> Prezentowana koncepcja wynika z modelowych założeń analizy fundamentalnej. Dopuszcza ona jednak krótkoterminowe fluktuacje cenowe w przypadku podmiotów względnie efektywnych, czyli tzw. korekty. Nie bierze również pod uwagę braku racjonalności decyzyjnej inwestorów, co może mieć wpływ na kształtowanie kursów giełdowych, które, jak wskazał kryzys finansowy roku 2008, nie są warunkowane jedynie dynamiką rozwojową podmiotu gospodarczego, ale też nieracjonalnymi zachowaniami inwestycyjnymi związanymi z efektem psychologii tłumu.

skrócenie okresu spłaty należności oraz wydłużenie terminu regulowania zobowiązań, a więc również pozytywnie warunkować jego płynność.

Zgodnie z założeniami teorii analizy fundamentalnej, kiedy środki finansowe pozyskane przez emitenta są przez niego efektywnie wykorzystywane, na względnie ukształtowanym rynku wtórnym papierów wartościowych powinno się obserwować presję na długoterminowy wzrost kursów jego walorów [Ritchie 1997 s. 18 – 19]. Z kolei tendencja taka może powodować zwiększenie popytu na instrumenty finansowe emitowane przez spółkę publiczną, ocenianą obiektywnie przez rynek, wzmagając trend wzrostowy ich kursów. Powinno to dawać podmiotowi publicznemu określone korzyści związane z zarządzaniem.

Zarządy spółek publicznych (a więc *de facto* podmiotów „obiektywnie nadzorowanych przez rynek”), dążąc do stałego wzrostu poziomu notowań spółek przez nie kierowanych, nie powinny skupiać się jedynie na zarządzaniu bieżącym. Winny opracować i realizować określone strategie rozwojowe, prowadzące do osiągnięcia trwałej przewagi konkurencyjnej. Są przy tym poddawane motywacyjnemu działaniu poziomu kursów akcji podmiotów gospodarczych, którymi kierują. Spadek cen papierów wartościowych spółki może być przyczyną jej przejścia. Uważa się, że to motywujące oddziaływanie giełdy finansowej na zarządy spółek, których instrumenty znajdują się w obrocie, powinno mieć w ujęciu modelowym znaczący wpływ na sprawność tych organizacji, a więc na wzmocnienie ich konkurencyjności [Tittenbraun 1996 s. 777 – 793]. Należy przy tym nadmienić, iż problematyka etyki w zarządzaniu korporacyjnymi podmiotami publicznymi i roli państwa w tym procesie zyskała na znaczeniu począwszy od 2008 roku. Było to związane z zauważalnej, w szczególności w USA – na jednym z głównym rynków papierów wartościowych na świecie, separacji pomiędzy wynikami finansowymi korporacji a premiami wypłacanymi na rzecz ich menedżerów.

Jak się uważa, w ujęciu modelowym efektywnie ulokowany kapitał, uzyskany z emisji papierów wartościowych, oraz „efekt aureoli” giełdy finansowej są potencjalnymi źródłami pełniejszego zaspokojenia potrzeb odbiorców oferty produktowej przedsiębiorstw notowanych na rynku publicznym. W konsekwencji więc może mieć wpływ na zwiększenie długookresowej efektywności spółek giełdowych. Powinno być to widoczne w szczególności w przypadku, gdy spółka jest innowacyjna – zgodnie ze swoją strategią wprowadza:

- a) innowacje technologiczne, inaczej procesowe (efekt obniżenia kosztów, zwłaszcza kosztów stałych);
- b) innowacje produktowe (efekt zwiększenia utargu ze względu na pełniejsze zaspokojenie potrzeb rynku, niż przedsiębiorstwa konkurencyjne).

Oprócz wyżej wspomnianych korzyści, „aureola” giełdy finansowej może wzmacniać zainteresowanie spółką; w związku z realizacją przez nią działań promocyjnych (bazujących m.in. na koncepcji relacji inwestorskich) powinno nastąpić wzmocnienie swoistego efektu promocyjnego, może kształtować się *goodwill* firmy, umacniać się jej *public relations*.

## 5. Giełda papierów wartościowych a jakościowe cechy systemu gospodarczego

W ujęciu modelowym giełda papierów wartościowych, będąc (w warunkach współzależności z otoczeniem) potencjalnym źródłem tworzenia przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa, którego instrumenty stanowią na niej przedmiot obrotu, powinna zwiększyć efektywność wykorzystania kapitału na poziomie podmiotu gospodarczego. W konsekwencji może to prowadzić do presji na wzrost efektywności w systemie gospodarczym, w ramach którego funkcjonują przedsiębiorstwa, w tym notowane na giełdzie papierów wartościowych (schemat 3.). Sprawnie działający rynek giełdowy może wpływać pozytywnie na rozwój systemu gospodarczego, zmieniając jego jakościowe cechy, takie jak:

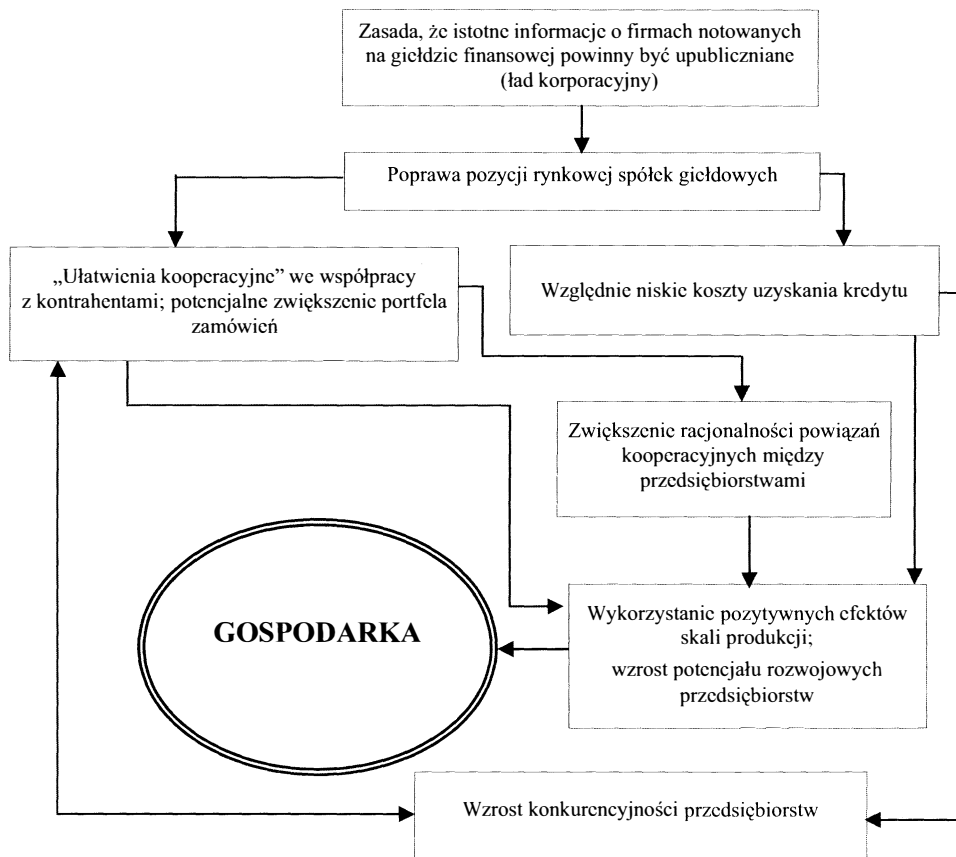
- a) **efektywność** (dzięki kierowaniu kapitału do zastosowań cechujących się relatywnie wysokim poziomem zyskowności), co powinno aktywizować obiektywne zachowania inwestorów na rynku kapitałowym;
- b) **elastyczność** (względna łatwość zamiany funkcji podmiotów w systemie gospodarczym zarówno gospodarstw domowych (inwestycje – konsumpcja; konsumpcja – inwestycje), jak i przedsiębiorstw (produkcja (zaspokajanie potrzeb rynkowych w celu osiągnięcia określonego poziomu przychodowości) – inwestycje; inwestycje- produkcja);
- c) **ciągłość** (poprzez umożliwienie zasilania względnie efektywnych przedsięwzięć inwestycyjnych bez względu na ich rodzaj), jednak przy założeniu dostępności do danego rynku nie tylko inwestorów krajowych, ale także zagranicznych, dysponujących znacznymi zasobami kapitałowymi. Według autora, kształtowanie tej cechy jakościowej systemu gospodarczego przez giełdę w warunkach gospodarki otwartej może być zakłócające w szczególności w warunkach kryzysowych w związku z nagłym – panicznym wycofywaniem się inwestorów zagranicznych z danego rynku, co było m.in. charakterystyką sytuacji na GPW w 1994 roku oraz 2008 roku.

Jak wskazuje literatura, we współczesnej gospodarce rynkowej znaczącą rolę odgrywają tendencje do globalizacji i konkurencji [Socha 2003 s. 24 – 25]. Uważa się, że są one relatywnie ważne również na rynku kapitałowym, a w szczególności w jego sformalizowanej, punktowej postaci, czyli na giełdzie papierów wartościowych. Należy zauważyć, że w aspekcie umiędzynarodowienia krajowego rynku papierów wartościowych na znaczeniu zyskują zwłaszcza unormowania Jednolitego Rynku Wewnętrznego Unii Europejskiej związane z integracją gospodarczą Polski w ramach struktur europejskich.

Uważa się, że globalizacja rynków giełdowych stanowi efekt dwóch innych tendencji systemu gospodarczego: unifikacji oraz liberalizacji [Socha 2003 s. 25 – 26]. Pierwsza z nich odnosi się do rozwiązań technicznych systemów transakcyjnych stosowanych na poszczególnych giełdach papierów wartościowych. Zdaniem autora, brak kompatybilności rozwiązań organizacyjnych może stać się, w związku z tym, barierą rozwojową względnie odseparowanych krajowych rynków giełdowych. Liberalizacja na rynku papierów wartościowych wiąże się z niwelowaniem

ograniczeń w odniesieniu do przepływu i alokacji środków finansowych i związanym z tym rozwojem usług finansowych o zasięgu ponadnarodowym. W tej dziedzinie gospodarowania uwidacznia się powszechność zasady otwartości rynków – wprowadzanie różnego rodzaju utrudnień dla swobodnego obiegu kapitału jest traktowane jako widoczny sygnał zniechęcający do dokonywania inwestycji.

### Schemat 3. Giełda papierów wartościowych a wzrost efektywności użycia kapitału w gospodarce



Źródło: [Proniewski, Niedźwiecki 2009 s. 79].

Z kolei konkurencja na rynkach giełdowych występuje zwłaszcza w aspekcie pozyskiwania kapitału przez emitentów, jak także same giełdy finansowe (dążenie do coraz większej kapitalizacji). Zjawisko to powinno aktywizować władze giełdowe w kierunku wzrostu sprawności ich działania, zwłaszcza dzięki: zacieśnianiu powiązań kapitałowych, porozumieniom w sferze organizacyjnej oraz oferowaniu emitentom i inwestorom nowych form instrumentów finansowych.



## 7. Podsumowanie

Giełda papierów wartościowych stanowi istotny segment systemu gospodarczego. Jego uczestnicy zarówno emitenci, jak i inwestorzy podejmują kapitałowe decyzje alokacyjne: motywowane korzyściami finansowymi. Jest to widoczne w skali konkretnych transakcji wymiennych oraz w makroskali, gdzie giełda kreuje cechy jakościowe systemu gospodarczego. W decyzjach tych uwidacznia się racjonalna analiza rynku kapitałowego, ale również element hazardu. Taki jednak układ stosunków wymiennych na giełdzie papierów wartościowych nie powinien być traktowany jako obiektywny – właściwy dla dynamicznego mechanizmu rynkowego.

## Literatura

- Bień W. 2001 *Rynek papierów wartościowych*, Warszawa.
- Czekaj J., Owsiak S. 1992 *Finansowy mechanizm alokacji zasobów w gospodarce rynkowej*, Warszawa.
- Giełdy w gospodarce światowej* 1991, red. W. Januszkiewicz, Warszawa.
- Klimczak B. 1998 *Etyczne otoczenie rynku kapitałowego*, Wrocław.
- Moroz M. 2003 *Konkurencyjność przedsiębiorstwa – pojęcie i pomiar*, „Gospodarka Narodowa”, nr 9.
- Proniewski M., Niedźwiecki A. 2009 *Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie – ujęcie retrospektywne*, Białystok.
- Ritchie J.C. 1997 *Analiza fundamentalna*, Warszawa.
- Socha J. 1998 *Rynek, giełda, inwestycje*, Warszawa.
- Socha J. 2003 *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, Warszawa.
- Tittenbraun J. 1996 *Własność i kontrola a efektywność w ujęciu teorii własności*, „Ekonomista”, nr 6.