

*Alina Rydzewska*  
Politechnika Śląska

## Finansjalizacja a klasyczne funkcje giełdy papierów wartościowych

---

### Streszczenie

W tradycyjnym ujęciu, giełda papierów wartościowych stanowiła zorganizowany rynek, stanowiący własność członków giełdy lub państwa, który pełnił służebną rolę w stosunku do gospodarki realnej w ramach funkcji alokacyjnej, wartościującej i informacyjno-kontrolnej. Zmiany w gospodarce związane z finansjalizacją wpłynęły na zasady funkcjonowania giełd papierów wartościowych. Wzrost znaczenia rynku derywatów, pogoń za krótkoterminowymi zyskami (zjawisko tzw. niecierpliwego kapitału), ucieczka kapitału z inwestycji długoterminowych, działalność nowych podmiotów nastawionych na szybkie zarobkowanie na giełdzie (m.in. inwestorów wysokiej częstotliwości, HFT) – to przykłady zjawisk znajdujących odzwierciedlenie w funkcjach pełnionych przez giełdy.

Celem artykułu jest identyfikacja przejawów wpływu finansjalizacji na funkcje giełd papierów wartościowych oraz próba oceny tych zjawisk z punktu widzenia zagrożeń dla uczestników rynku i gospodarki.

**Słowa kluczowe:** finansjalizacja, giełda papierów wartościowych, zniekształcenia funkcji giełd, instrumenty pochodne

**Kody klasyfikacji JEL:** G10, G12, G13, G14

---

## 1. Wprowadzenie

Dotychczas nauki ekonomiczne za oczywiste uznawały paradygmat, że rozwój sektora finansowego świadczy o dojrzałości gospodarki, gdyż im większy sektor finansowy, tym większa efektywność wykorzystania zasobów. Natomiast pośrednictwo finansowe jako usługa oparta na umowie niezależnych stron zawsze tworzy wartość dodaną, podobnie jak tworzy ją sfera realna (a więc zwiększa PKB). Jednakże przejawy finansjalizacji, mające głównie charakter zagrożeń, dały podstawy do podważenia przedstawionych twierdzeń. Okazało się bowiem, iż sfera finansowa przestała być służebna w stosunku do gospodarki realnej, a wręcz ją zdominowała. Z kolei instytucje finansowe, nastawione na szybki krótkookresowy zysk, są zainteresowane tworzeniem instrumentów finansowych bez względu na ryzyko i możliwości ich spłaty<sup>1</sup>.

Wobec przedstawionych zjawisk życia gospodarczego, coraz większym zainteresowaniem wśród teoretyków cieszy się nurt związany z finansjalizacją. Powstał on na przełomie wieków XX i XXI i ma charakter interdyscyplinarny: ekonomiczny, socjologiczny, politologiczny, psychologiczny, etyczny. Ze względu na złożoność kategorii finansjalizacji, w literaturze występuje problem z ogólnie przyjętą definicją<sup>2</sup>. Przedstawione wymiary finansjalizacji łączy wskazywanie szczególnej i rosnącej roli sfery finansowej oraz kryteriów finansowych w funkcjonowaniu gospodarki oraz w życiu ekonomicznym i społecznym.

Finansjalizacja może być rozpatrywana w szerokim i wąskim znaczeniu. Zgodnie z wąskim podejściem, przedstawiona kategoria odnosi się do działalności niefinansowych podmiotów ekonomicznych wypracowujących dochody głównie w ramach działalności finansowej, a nie tradycyjnie rozumianej działalności operacyjnej i inwestycyjnej. Z kolei szerokie ujęcie wiąże finansjalizację z procesem autonomizacji sfery finansowej w relacji do sfery realnej, a nawet nadrzędności tej pierwszej

---

<sup>1</sup> T. Gruszecki, *Przerośnięta sfera*, „Gazeta Bankowa” 2010, nr 2, s. 32–36.

<sup>2</sup> W polskiej literaturze nie ma jednoznaczności co do stosowania terminu finansjalizacja. Część autorów posługuje się terminami finansyzacja bądź ufinansowanie. Wynika to różnych tłumaczeń angielskiego słowa *financialisation*. M. Ratajczak, *Finansyzacja gospodarki*, „Ekonomista” 2012, nr 3, s. 282; J. Kulawik, *Demony finansyzacji*, „Gazeta Bankowa” 2010, nr 1, s. 39–45.

w stosunku do drugiej. Rynki finansowe oraz elity finansowe uzyskują coraz większy wpływ na politykę ekonomiczną i na efekty gospodarowania<sup>3</sup>.

Finansjalizacja w tradycyjnym ujęciu (jako zorganizowany rynek stanowiący własność członków giełdy) pełni służebną rolę w stosunku do gospodarki realnej w ramach funkcji alokacyjnej, mobilizacyjnej, wartościującej. Przejawy finansjalizacji, m.in. rozwój ilościowy i jakościowy instrumentów pochodnych, wykształcenie się zjawiska tzw. kapitału niecierpliwego, wzrost roli instytucji finansowych (w tym nastawionych na zarobkowanie na krótkoterminowych operacjach finansowych) i ich dochodów w gospodarce, zmiany w zarządzaniu przedsiębiorstwami – dominacja dochodów z (krótkoterminowej) działalności finansowej kosztem działalności operacyjnej i długoterminowej inwestycyjnej, nasilenie się częstotliwości kryzysów finansowych – znajdują odzwierciedlenie w pełnionych funkcjach. Wpływają na jakość alokacji środków finansowych w gospodarce, zdolność do mobilizacji oszczędności oraz wiarygodność wyceny instrumentów finansowych na rynku giełdowym. Przy czym należy zaznaczyć, iż giełda jednocześnie jako segment rynku finansowego stanowi siłę napędową rozwoju i dominacji sfery finansowej.

Celem niniejszego artykułu jest identyfikacja wpływu finansjalizacji na funkcje giełd papierów wartościowych oraz próba oceny tych zjawisk z punktu widzenia zagrożeń dla uczestników rynku i gospodarki.

## 2. Charakterystyka giełd papierów wartościowych w dobie finansjalizacji

Giełda papierów wartościowych, przede wszystkim w krajach o systemie anglosaskim, uznawana jest za kluczowy podmiot rynku finansowego. Dzięki emisji papierów wartościowych oraz obrotowi wtórnemu kapitał jest transferowany w inwestycje, które powinny przynosić największe korzyści, zarówno dla inwestorów, jak i podmiotów wykazujących zapotrzebowanie na środki finansowe. Istnieje nawet podgląd, że bez giełd papierów wartościowych nie byłby możliwy skok cywilizacyjny w ostatnim stuleciu, związany z rozwojem m.in. nowych technologii informatycznych i telekomunikacyjnych. Natomiast żadna władza publiczna nie jest w stanie alokować kapitału równie skutecznie.

---

<sup>3</sup> E. Stockhammer, *Financialisation and the Slowdown of Accumulation*, „Cambridge Journal of Economics” 2004, vol. 5.

Pierwotnie giełdy papierów wartościowych były prostymi rynkami, na których odbywał się handel instrumentami dłużnymi. Z czasem rozwinął się handel akcjami. Obrót instrumentami kasowymi na rynkach giełdowych dominował do końca XX w. Na giełdach o obrocie kasowym pomiędzy uczestnikami – z jednej strony inwestorami (instytucjonalnymi, indywidualnymi) a przedsiębiorstwami emitującymi i utrzymującymi w obrocie wtórnym papiery wartościowe – zachodzą procesy, które stanowią o klasycznych funkcjach giełdy. W skali mikroekonomicznej, dla emitentów rynek giełdowy stanowi źródło kapitału, którego potrzebują na realizację swych inwestycji<sup>4</sup>. Dla inwestorów zaś jest miejscem inwestycji wolnych środków, oferującym całą gamę walorów o różnym okresie zapadalności, charakteryzujących się różnym stopniem ryzyka oraz stopy zwrotu. W skali makroekonomicznej najważniejsze funkcje to: alokacyjna – transfer kapitału między dysponentami a biorcami, mobilizująca oszczędności – akumulacja nadwyżki finansowej oraz wartościująca – wycena papierów wartościowych<sup>5</sup>.

Generalnie, przełom wieków XX i XXI to okres dynamicznych przemian w działalności giełd papierów wartościowych. Lata 70. i 80. ubiegłego stulecia to okres powstawania giełd instrumentów pochodnych. Natomiast zmiany w zakresie technologii dały podstawy do elektronizacji działalności giełd. Dotychczasowy system *open outcry*, polegający na zawieraniu transakcji pomiędzy maklerami uczestniczącymi fizycznie w transakcjach, został zastąpiony możliwością zdalnego uczestnictwa w rynku giełdowym<sup>6</sup>. Dzięki systemom informatycznym transakcje są zawierane na podstawie wpływających zleceń, według ściśle określonego algorytmu. Natomiast uczestnikami obrotu giełdowego, poza maklerami, stali się bezpośrednio (przez Internet) inwestorzy.

Elektronizacja obrotu giełdowego uwarunkowała procesy przekształceń własnościowych giełd papierów wartościowych. Wyeliminowała pośredniczącą rolę maklerów, co wiązało się z procesem dezintermediacji. Proces ten z kolei spowodował, że w dotychczas funkcjonujących tradycyjnych giełdach o charakterze członkowskim funkcja członka (pośrednika w obrocie giełdowym) stała się ekonomicznie nieuzasadniona. Stąd też dała podstawy kolejnym procesom – demutualizacji, w ramach

---

<sup>4</sup> Należy zaznaczyć, iż emisja papierów wartościowych przez przedsiębiorstwa nie musi się odbywać na rynku giełdowym. Może przebiegać jako emisja publiczna na rynku pozagiełdowym bądź jako emisja prywatna.

<sup>5</sup> P. Kulpaka, *Giełdy w gospodarce*, PWE, Warszawa 2007, s. 51.

<sup>6</sup> M. Gorham, *The long, promising evolution of screen-based trading*, FOCUS, „The monthly newsletter of regulated exchanges, with key market figures” 2011, no 221, s. 3.

których giełdy przekształcają się z tradycyjnych struktur członkowskich w spółki, które najczęściej przyjmują postać spółek akcyjnych<sup>7</sup>. Kolejnym krokiem jest emisja własnych akcji na rynku giełdowym<sup>8</sup>.

Giełdy z instytucji *non-profit* przekształcają się więc w instytucje finansowe, działające na zasadzie komercyjnego przedsiębiorstwa prowadzącego działalność usługową. Ze stosunkowo prostych pośredników transferu kapitału stały się instytucjami prowadzącymi zdywersyfikowaną działalność. Giełdy bowiem otwierają nowe rynki obrotu, np. dla innowacyjnych małych i średnich przedsiębiorstw, tworzą nowe produkty, a także przejmują w ramach łańcucha wartości funkcje, które wcześniej pełniły odrębne instytucje<sup>9</sup>. Ponadto giełdy nakierowują swoje działania na stosowanie coraz to nowszych i sprawniejszych technologii informatycznych i telekomunikacyjnych oraz sprzedaż nowych produktów informatycznych. Ich działalność usługowa obejmuje: obsługę emitentów, obrót instrumentami finansowymi (na rynku kasowym i derywatami), rozpowszechnianie informacji, a także usługi rozliczeń i rozrachunków, sprzedaż i udostępnianie oprogramowania do analizy notowań, prowadzenie szkoleń itd.<sup>10</sup>.

Giełdy, chcąc być konkurencyjnymi, muszą prowadzić swoją działalność efektywnie, intensyfikując ją na tych obszarach, które zapewniają największe możliwości wzrostu i tym samym przychodów, jednocześnie rezygnując ze świadczenia usług, które nie są dochodowe. Jednym z działań stał się rozwój derywatów. Obrót kasowy bowiem staje się coraz mniej rentowny. Przyczyną jest konkurencja pomiędzy giełdami, związana z naciskiem na obniżanie opłat związanych z emisją oraz

---

<sup>7</sup> Podstawową przyczyną demutualizacji jest ograniczenie kontroli członków giełdy (szczególnie lokalnych, narodowych) jako strategicznych właścicieli. Głównym uzasadnieniem jest przekonanie, że prywatna struktura daje możliwość szybszego reagowania na nowe wyzwania otoczenia. Natomiast członkowie giełd, dążąc do maksymalizacji własnych zysków z pośrednictwa w handlu, nie zawsze dbają o podwyższanie konkurencyjności giełd. Drugą przyczyną demutualizacji jest pozyskanie – poprzez sprzedaż udziałów na zewnątrz – kapitału niezbędnego do ekspansji i inwestycji w technologię. Patrz szerzej: B. Jacquillat, *Corporate governance of stock exchange*, „Revue d'économie financière” (English ed.) 2006, no 82(1), s. 159.

<sup>8</sup> B. Steil, *Changes in the Ownership and Governance of Exchanges: Causes and consequences*, Brookings-Wharton Papers on Financial Services, 2002, s. 6

<sup>9</sup> W ramach konsolidacji pionowej giełdy dokonują połączeń systemu notowań i handlu z instytucjami rozliczeniowymi oraz depozytowymi, czyli tzw. *post-trade integration*, co miało miejsce na giełdach we Frankfurcie, Amsterdamie i Brukseli.

<sup>10</sup> A. Goczyńska, *Organizacja giełdy papierów wartościowych jako przedsiębiorstwa*, „Przegląd Organizacji” 2012, nr 8, s. 33–35.

opłatami rocznymi za notowanie akcji i obligacji<sup>11</sup>. Giełdy rozszerzają więc swoją działalność, otwierając nowe rynki instrumentów pochodnych bądź też dokonują konsolidacji poziomej z giełdami derywatów, np. Deutsche Börse z Eurex<sup>12</sup>. Marże zysku na rynku terminowym bowiem są wyższe m.in. ze względu na notowania i sposób rozliczania takich transakcji<sup>13</sup>. Opcje i kontrakty futures, w przeciwieństwie do instrumentów kasowych, są często notowane na jednej giełdzie i rozliczane przez jedną izbę. Ponadto nadzorcy finansowi, zarówno w Europie, jak i Ameryce Północnej, starają się możliwie dużą część obrotu derywatami przenieść z rynków OTC na regulowane giełdy<sup>14</sup>.

Giełda papierów jest ważnym uczestnikiem przemian związanych z finansjalizacją. Z jednej strony, takie zmiany otoczenia, jak np. wykształcenie tzw. kapitału niecierpliwego, wzrost roli inwestorów nastawionych na pogoń za wysokim krótkookresowym zyskiem, nasilenie zjawisk zaburzających stabilizację na rynku finansowym, wpływają na działalność giełd. Natomiast giełda funkcjonuje na podstawie mechanizmu rynkowego i preferuje uczestników potrafiących trafnie przewidzieć przedsięwzięcia rokujące zysk, kosztem pozostałych inwestorów. Z drugiej strony, napędza niektóre zjawiska finansjalizacji. Dotyczy to m.in. rozwoju instrumentów pochodnych. Wolumen światowych obrotów, dotyczących handlu opcjami i kontraktami futures (ujętymi pojedynczo), jako liczba kontraktów w mld, w latach 1996–2014 zwiększył się ponad 10-krotnie, osiągając w rekordowym 2011 r. 24,5 mld kontraktów (w 2014 r. liczba kontraktów wynosiła 21,7 mld)<sup>15</sup>.

Z giełdą jest utożsamiana część negatywnych skutków funkcjonowania rynków finansowych, zwłaszcza w dobie finansjalizacji. Jednocześnie, zgodnie z klasycznym podejściem, giełda stanowi instytucję realizującą ważne gospodarcze funkcje. Zasadne jest zatem podjęcie rozważań związanych z analizą zjawisk finansjalizacji z punktu widzenia klasycznych funkcji: alokacyjnej, mobilizacyjnej i wartościującej.

---

<sup>11</sup> I. Domowitz, B. Steil, *Innovation in Equity Trading Systems: the Impact on Trading Costs and the Cost of Equity Capital*, w: *Technological Innovation and Economic Performance*, red. B. Steil, D.G. Victor, R.R. Nelson, Princeton University Press, Princeton 2002, s. 314–326.

<sup>12</sup> W 2012 r. na 57 giełd członków WFE 59% były to giełdy prowadzące obrót zarówno instrumentami kasowymi, jak i derywatami. R. Devai, G. Naacke, *World Federation Of Exchanges Cost & Survey*, 2012, s. 10.

<sup>13</sup> Dochodowość handlu derywatami obrazują wyniki giełd. W dochodach wszystkich giełd, zgodnie z danymi World Federation of Exchanges, największy udział (35%) pochodził z handlu i rozliczeń instrumentami pochodnymi. Por. R. Devai, G. Naacke, *World...*, op.cit., s. 26.

<sup>14</sup> G. Siemionczyk, *Giełdy bronią się przez atak*, „Parkiet” 2011, 19 lutego.

<sup>15</sup> G. Naacke, E. Penistone, T. Chekanova, *WFE/IOMA 2014 Derivatives Market Survey*, WFE, August 2015, s. 4.



### 3. Wpływ zjawiska finansjalizacji na funkcję alokacyjną giełdy

Funkcja alokacyjna giełdy papierów wartościowych wiąże się z transferem wolnych zasobów finansowych od podmiotów posiadających ich nadwyżki do podmiotów wykazujących zapotrzebowanie na nie. Poprzez zinstytucjonalizowany rynek papierów wartościowych, inwestorzy (instytucjonalni oraz indywidualni), nabywając akcje i obligacje, finansują działalność rozwojową podmiotów będących emitentami tych instrumentów. Z jednej strony, giełda daje nawet małym inwestorom możliwość wyboru formy inwestycji, a przez to przeznaczenia zasobów finansowych, a z drugiej – umożliwia emitentom szeroki dostęp do wolnych środków finansowych. Stanowi więc główny mechanizm alokacji rzadkich środków finansowych.

Tradycyjnie służebna rola giełdy jako pośrednika w stosunku do gospodarki realnej wiąże się z tym, że gospodarstwa domowe, dzięki swym oszczędnościom, finansują rozwój przedsiębiorstw bądź innych podmiotów poprzez zakup emitowanych przez nie akcji lub obligacji. Tymczasem zjawiska związane z finansjalizacją spowodowały to, że poprzez sektor finansowy następuje przejmowanie nieproporcjonalnie dużej części nadwyżki ekonomicznej wytworzonej w sektorze realnym w stosunku do oferowanej jemu wartości<sup>16</sup>. Szacuje się, że około 75–80% obrotów finansowych w skali globalnej dotyczy transakcji, którym nie towarzyszy żaden przepływ towarów czy usług niefinansowych<sup>17</sup>. Zjawisko dominacji sfery finansowej w odniesieniu do sfery realnej wynika z przeobrażeń systemu bodźców ekonomicznych i wzorców rozwojowych zarówno w gospodarce, jak i wśród podmiotów gospodarczych, które nastawione są na szybkie zarobkowanie. W efekcie pojawia się tzw. kapitalizm kasynowy, zdominowany przez wszechogarniającą spekulację. Konsekwencją tego zjawiska jest przedwczesna dezindustrializacja gospodarki (J. Crotty w 2003 r. pisał o neoliberalnym paradoksie)<sup>18</sup>. Charakteryzuje się ona tym, iż interesariusze poprzez rynek giełdowy oczekują ciągłych i dynamicznych wzrostów zysków firm z sektora realnego. W wyniku spowolnienia gospodarczego, dużej konkurencji oraz stosowania nadmiernych dźwigni finansowych przedsiębiorstwa próbują,

<sup>16</sup> T. Gruszecki, *Przerośnięta...*, op.cit., s. 32–36.

<sup>17</sup> M. Ratajczak, *Finansyzacja...*, op.cit., s. 291.

<sup>18</sup> Neoliberalny paradoks zakłada, że rynki finansowe oczekują, iż zyski firm z sektora realnego będą bez przerwy rosły. J. Kulawik, *Demony...*, op.cit., s. 39–45.

ograniczając działalność operacyjną i inwestycyjną, sprostać oczekiwaniom akcjonariuszy. W związku z tym dokonują redukcji wynagrodzeń i świadczeń pracowniczych, ograniczają inwestycje długoterminowe, wykorzystują produkty inżynierii finansowej. Powodują więc zmiany w zarządzaniu przedsiębiorstwami, rozszerzając zakres dochodów z krótkoterminowej działalności finansowej. W efekcie więc, „co-raz więcej środków, zamiast w produkcję dóbr i usług, lokowanych jest w aktywności finansowe, które generują wysokie prywatne zyski nieproporcjonalne do jej społecznej użyteczności”<sup>19</sup>.

Ucieczka od długoterminowego inwestowania nie dotyczy tylko samych przedsiębiorstw, ale także uczestników rynku giełdowego – inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych. Inwestorzy ci, podążając za nadzwyczajnymi krótkoterminowymi zyskami, utożsamiani są z tzw. kapitałem niecierpliwym<sup>20</sup>. Cechą ich działalności jest to, że traktują swe inwestycje jako jedną z okresowych i alternatywnych form lokowania kapitału, a nie jako rzeczywiste długookresowe angażowanie się we własność z zamiarem rozwoju danej organizacji. Ich decyzje inwestycyjne oparte są na grupie wskaźników (najczęściej analizy technicznej), uwzględniających przede wszystkim krótkookresową zyskowność, a nie długookresowy rozwój danego przedsięwzięcia.

Rozwój kapitału kasynowego może również prowadzić do kolejnych patologicznych zjawisk dotyczących inwestycji długoterminowych. Generalnie, w przypadku instrumentów rynku kasowego istnieje zależność pomiędzy własnością a bezpośrednim sprawowaniem funkcji menedżerskiej bądź własnością cedującą zarządzanie na zatrudnionych menedżerów. W przypadku derywatów, które są wykorzystywane jako instrumenty szybkiego zarobkowania, możliwa jest własność bez świadomości bycia współwłaścicielem oraz właścicielem, czemu w zasadzie nie towarzyszą żadne prawa i obowiązki. Właściciel derywatów może być wręcz zainteresowany upadłością podmiotu, którego aktywność jest źródłem kreacji instrumentu pochodnego, bądź też częściej jest zainteresowany istotną zmiennością zdarzeń wpływających na wycenę posiadanych derywatów niż stabilnością rozwoju<sup>21</sup>.

Działania giełd papierów wartościowych nastawione na krótkoterminowe zarobki, mogą wiązać się z zagrożeniami niedofinansowania krajów bądź sfer gospodarki. Pogoń za szybkim zarobkowaniem powoduje, że kapitał, zamiast alokacji

<sup>19</sup> J. Tobin, *On the Efficiency of the Financial System*, „Lloyd's Bank Review” 1984, no. 153, s. 14.

<sup>20</sup> M. Ratajczak, *Finansyzacja...*, op.cit., s. 283.

<sup>21</sup> D. Wigan, *Financialisation and Derivatives: Constructing an Artifice of Indifference*, „Competition & Change” 2009, 2, s. 165.



w branży rozwijające się danej gospodarki, będzie trafiał w przedsięwzięcia najbardziej zyskowne, a niekoniecznie istotne z punktu widzenia rozwoju gospodarki danego kraju. Z kolei zjawisko to w skali międzynarodowej może prowadzić do ucieczki kapitału z krajów postrzeganych jako słabe z punktu widzenia inwestycji (krótkoterminowych). Poprzez możliwość alokacji kapitału w skali globu, może następować nadmierna koncentracja przepływów kapitałowych w jednych krajach i brak dostępu do nich w innych. Ponadto, w przypadkach dużego napływu kapitału zagranicznego na stosunkowo mało płynne rynki finansowe, może dojść do utraty wpływów na narodowych rynkach w tych krajach<sup>22</sup>.

Oczekiwania odnośnie do stale rosnących zysków, w warunkach otwartych rynków finansowych, zwiększają tendencję do przepływów kapitału między państwami. W efekcie następuje przemieszczanie kapitału między krajami, możliwość ucieczki kapitału z krajów postrzeganych jako słabe z punktu widzenia inwestycji (krótkoterminowych). Ponadto konkurencja między giełdami o status centrum finansowego powoduje, że rynki te starają się przyciągać coraz więcej zagranicznych emitentów. Tymczasem z punktu widzenia gospodarki kraju przyciąganie zagranicznych emitentów jest nieistotne, gdyż nie poprawia finansowania rozwoju krajowej gospodarki. Może być wręcz uważane za niekorzystne, gdyż notowanie owych emitentów na parkiecie oznacza, że część zasobu krajowego kapitału nie tylko jest wycofywana z gospodarki danego państwa, ale jest przeznaczana na finansowanie przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym, które stanowią konkurencję dla firm krajowych. Liczne badania pokazują, że spółki zagraniczne, podejmując decyzję o wejściu na obcy parkiet, wybierają giełdy, na których akcje firm z ich branży są okresowo przewartościowane. Sytuacja przewartościowania oznacza nieefektywną alokację kapitału, na czym tracą finansujący przedsięwzięcia inwestorzy<sup>23</sup>.

Reasumując: w ramach funkcji alokacyjnej zachodzą negatywne zjawiska związane ze zmianami w zarządzaniu przedsiębiorstwami nastawionym na dochody z krótkoterminowej działalności finansowej, z działaniem inwestorów nakierowanych na szybki zysk (a nie na długoterminowe zaangażowanie kapitału z nastawieniem na rozwój organizacji), a w przypadku wykorzystania derywatów – nawet zainteresowaniem inwestorów upadłością podmiotu w celu szybkiego zarobkowania. W skali makroekonomicznej zniekształcenia funkcji alokacyjnej wiążą się z zagrożeniami

---

<sup>22</sup> T. Kowalak, *Integracja rynków kapitałowych w Unii Europejskiej*, Twigger, Warszawa 2006, s. 49.

<sup>23</sup> B. Wyżnikiewicz, *GPW centrum finansowym regionu?*, „Parkiet” 2010, 18.12.

niedofinansowania krajów bądź sfer gospodarki, utraty wpływów na narodowych rynkach, a także z możliwością ucieczki kapitału z krajów postrzeganych jako słabe z punktu widzenia inwestycji (krótkoterminowych).

#### 4. Funkcja mobilizacyjna w warunkach zjawiska finansjalizacji

Z funkcją alokacyjną ściśle związana jest klasyczna funkcja mobilizacyjna. Funkcja ta polega na gromadzeniu oszczędności od wielu podmiotów i przy ich wykorzystaniu – na kreowaniu instrumentów finansowych. W ramach tej funkcji, za pośrednictwem rynku giełdowego, zachodzi proces mobilizacji oszczędności, głównie od gospodarstw domowych, i ich transformacji – w przypadku rynku kasowego – jako źródła finansowania inwestycji realnych. W skali całej gospodarki może proces ten skutkować wzrostem poziomu oszczędności. Rozwinięta giełda umożliwia inwestowanie w wiele instrumentów o różnym poziomie ryzyka i różnej oczekiwanej stopie zwrotu. Sytuacja ta znalazła odzwierciedlenie w skali globalnej, tworząc zjawisko *cultury equity*, a więc wzrostu zainteresowania kulturą inwestycji w papiery wartościowe. Inwestycje te dotyczą zarówno inwestycji bezpośrednio na giełdzie, jak i pośrednio – poprzez różnego rodzaju fundusze inwestycyjne, emerytalne itd.

Problem jednak wiąże się z tym, iż pogoń za krótkookresowym zyskiem odnosi się również do inwestorów indywidualnych i funkcji mobilizacyjnej giełdy. Sposobem na stosunkowo szybkie i wysokie zarobkowanie okazały się instrumenty pochodne. Derywaty w swym pierwotnym przeznaczeniu miały za zadanie zabezpieczyć ryzyko, m.in. kursowe, przeprowadzanych przez podmioty gospodarcze transakcji finansowych w skali międzynarodowej. Jednakże stały się również formą szybkiego, rentownego, ale i ryzykownego zarobkowania, a z czasem i instrumentem spekulacyjnym. Wraz z rozwojem ich złożoności, wielopiętrowa konstrukcja dotycząca zysku w zależności od ceny innego aktywu, zamazała obraz ryzyka<sup>24</sup>. Ich wielopoziomowość jest tak duża, że nawet ci, którzy, tak jak agencje ratingowe, w imieniu innych uczestników rynku powinni oceniać związane z nimi ryzyko, napotykają na problemy z odczytywaniem informacji. Sytuacja ta spowodowała naruszanie fundamentalnych reguł zaufania między sprzedającymi a nabywcami. Obecnie stara łańciska

---

<sup>24</sup> A. Gorczyńska, *Nowe technologie a kryzys finansowy – próba identyfikacji zależności*, „Studia i Prace Kolegium Finansów i Zarządzania SGH” 2011, nr 109, s. 83.

maksyma *caveat emptor* („niech kupujący się strzeże”) nabiera nowego szczególnego znaczenia<sup>25</sup>. W rezultacie, jak powiada J. Stiglitz, „rynkі finansowe nie zarządzały ryzykiem, lecz je stwarzały. Nie pomagały amerykańskim rodzinom w łagodzeniu ryzyka zmiennych stóp procentowych i w rezultacie miliony ludzi tracą domy”<sup>26</sup>.

Zniekształcenie funkcji mobilizacyjnej wiąże się więc z rosnącym ryzykiem inwestycji w instrumenty giełdy papierów wartościowych, a tym samym z ryzykiem utraty zainwestowanych środków.

## 5. Finansjalizacja a funkcja wartościująca giełdy papierów wartościowych

Funkcja wartościująca giełdy papierów wartościowych kojarzy się z tym, że w warunkach optymalnego kształtowania cen równowagi notowanych walorów następuje, bieżąca i adekwatna do stanu gospodarki oraz kondycji finansowej notowanych firm, wycena kapitałów. Wycena kapitałów natomiast, podawana w ramach szeroko dostępnych notowań, dostarcza wszystkim zainteresowanym podstawowych i bardzo ważnych informacji gospodarczych. Dane dotyczące ceny notowanych akcji i obligacji stanowią bardzo ważne źródło informacji dla kadry zarządzającej firmy, będącej emitentem określonych papierów wartościowych. Przede wszystkim, na ich podstawie, inwestorzy określają obecną, ale i przewidywaną wysokość stopy zwrotu z inwestycji, która jest wyznacznikiem do kupna lub sprzedaży określonych walorów finansowych. Na podstawie bieżących kursów giełdowych następuje zatem podejmowanie decyzji dotyczących alokacji kapitałów w całej gospodarce, a tylko bieżące i efektywne wypełnianie przez giełdę funkcji wartościującej stwarza ku temu warunki.

Wycena instrumentów na rynku giełdowym powinna odzwierciedlać oczekiwania inwestorów dotyczące przyszłego kształtowania się wszystkich czynników, jakie wpływają na wartość papierów wartościowych. Dany papier wart jest tyle, ile obecnie wynoszą przyszłe dochody, jakie może przynieść<sup>27</sup>. Zgodnie z hipotezą efektywności rynku, w sytuacji rynku efektywnego informacyjnie, w cenach notowanych

<sup>25</sup> R.B. Freeman, *It's financialization!*, „International Labour Review” 2010, 2, s. 165.

<sup>26</sup> J.E. Stiglitz, *Interpreting the Causes of the Great Recession of 2008*, lecture to have been delivered to the Bank of International Settlements conference, Basel, Switzerland, 2009, June, [https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/download/papers/2009\\_Interpreting\\_Causes.pdf](https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/download/papers/2009_Interpreting_Causes.pdf), dostęp 31.10.2015.

<sup>27</sup> A. Sławiński, *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006, s. 29.

papierów wartościowych natychmiast uwzględniane są wszystkie dostępne informacje<sup>28</sup>. Jednakże przy formułowaniu przedstawionej hipotezy nie były uwzględniane zjawiska związane z finansjalizacją. Nie były brane pod uwagę problemy wielkości oraz tempa wzrostu sektora finansowego w stosunku do sektora realnego<sup>29</sup>, które m.in. stymulują wzrost zjawisk związanych z kruchością sfery finansowej, i prawdopodobieństwa zakażenia się kryzysem finansowym.

Dominacja sfery finansowej nad realną skutkuje zjawiskami powstawania baniek spekulacyjnych<sup>30</sup>. W fazie boomu sektor finansowy rośnie dużo szybciej niż realny, pochłaniając większość nadwyżki, podczas gdy w fazie kryzysu w dużej części zasoby te są marnowane. W fazie boomu tworzą się trwałe oczekiwania ciągle wzrastających zysków, co powoduje deformację motywacji i zachowań podmiotów na rynku finansowym, wzrost spekulacji i poszukiwania zysków arbitrażowych<sup>31</sup>. Zjawiska baniek spekulacyjnych prowadzą do silnych zniekształceń informacyjnych w ramach funkcji wartościującej. Z czasem dochodzi do pęknięcia bańki. Natomiast każda zapaść giełdowa ma bezpośrednie przełożenie na realną gospodarkę. Ludzie, tracąc oszczędności, ograniczają wydatki, spada więc konsumpcja w gospodarce. Firmy mają też utrudniony dostęp do taniego finansowania.

Do zaburzeń w wycenie notowanych instrumentów finansowych na rynkach giełdowych przyczyniają się również zjawiska związane z rosnącą dominacją instytucji finansowych. Instytucje te i ich przedstawiciele (analitycy, doradcy finansowi), poprzez swój wizerunek medialny, kreują się na wszechwiedzących w zakresie oceny stanu i prognoz rynku finansowego. Szczególnie medialnie eksponowanymi uczestnikami stały się instytucje ratingowe. Stworzyły one wizerunek podmiotów niezależnych, wiarygodnych, a nade wszystko zdolnych do merytorycznego przetworzenia kluczowych informacji mających wpływ na wiarygodność instrumentów i podmiotów rynkowych. Jednakże sytuacja dotycząca funkcjonowania instytucji ratingowych tworzy paradoks związany z hipotezą efektywności rynków finansowych. Jeżeli rynki finansowe byłyby efektywne, to w zasadzie agencje ratingowe byłyby zbędne. Skoro bowiem informacja jest jawna, co w sytuacji powszechnej

<sup>28</sup> A. Kasprzak-Czelej, *Giełdowy rynek akcji a gospodarka. Ujęcie funkcyjne*, Difin, Warszawa 2012, s. 51.

<sup>29</sup> T. Gruszecki, *Przerośnięta...*, op.cit. s. 32–36.

<sup>30</sup> Bańki spekulacyjne były związane z funkcjonowaniem giełd od ich powstania. Zmiany w działalności rynków finansowych przełomu wieków XX i XXI nasiliły prawdopodobieństwo ich występowania. Giełda staje się coraz mniej przewidywalna. Por. P. Różyński, *Instynkty, plotki, maszyny, czyli skąd się bierze giełdowa panika*, „Dziennik Gazeta Prawna” 2011, 19 sierpnia.

<sup>31</sup> J. Kulawik, *Demony...*, op.cit. 39–45.

dostępności sieci Internetu jest założeniem uzasadnionym, agencje ratingowe nie dostarczają informacji. Skoro jednak cieszą się popularnością, to oznacza, że hipoteza efektywności rynków jest nieprawdziwa<sup>32</sup>. Natomiast nadmierne poleganie na zewnętrznych ratingach kredytowych może przyczynić się do zawirowań na rynkach finansowych. Instytucje finansowe i inwestorzy instytucjonalni, opierając się wyłącznie lub automatycznie na ratingach wydawanych przez agencje ratingowe, zaniedbują jednocześnie obowiązek przeprowadzania własnej oceny. Skutkiem tego mogą być zachowania stadne wśród uczestników rynków, np. jednoczesna wyprzedaż dłużnych papierów wartościowych po obniżeniu ich ratingu do wartości poniżej ratingu na poziomie inwestycyjnym.

Dominacja sfery finansowej, związana z propagowaniem informacji finansowych wraz z rozwojem technologii informacyjnej, stworzyła zjawisko tzw. szumu informacyjnego. Pomimo nieograniczonej dostępności do informacji, m.in. poprzez Internet, inwestorzy indywidualni tracą często możliwość racjonalnego rozpoznania kluczowych informacji, które powinny decydować o wycenie instrumentu finansowego. Może to wynikać z ich niewiedzy. Często także z trudności w odróżnieniu danych niosących informację od tych, które są jedynie zbiorem uproszczonych komunikatów, mających charakter medialny. W efekcie inwestorzy w swych decyzjach nie opierają się na rzetelnych informacjach ekonomicznych, wynikających z przeprowadzonej analizy fundamentalnej, a działają na podstawie mało istotnych sygnałów – tzw. szumu informacyjnego. W wyniku ich decyzji dochodzi do długookresowych odchyień cen akcji od poziomów wyznaczanych w ramach analizy fundamentalnej, co w efekcie destabilizuje rynek finansowy.

Powstawaniu baniek spekulacyjnych oraz silnym zawirowaniom na rynkach papierów wartościowych sprzyjają zachowania inwestorów na rynku finansowym. Dotyczy to przede wszystkim inwestorów instytucjonalnych, którzy pod wpływem konkurencji, wymagającej uzyskiwania stóp zwrotu nie gorszych niż inni, nadal uczestniczą w działaniach destabilizujących rynek<sup>33</sup>. Mimo że część uczestników jest świadoma przewartościowania papierów wartościowych, nie podejmują działań korygujących. Działania bowiem skierowane przeciwko trendowi są ryzykowne. Środki powierzone instytucjom to środki drobnych inwestorów, którzy oczekują działań zgodnych z nastrojami panującymi na rynkach. Stąd też instytucje finansowe

<sup>32</sup> H. Zadora, T. Zieliński, *Pieniądz współczesny a kryzysy finansowe*, Difin, Warszawa 2012, s. 89.

<sup>33</sup> J.B. De Long, A. Shleifer, L.H. Summers, *Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation*, „Journal of Finance” 1998, December, s. 379–394.

uczestniczą w spekulacji, która sprzyja oderwaniu kursów papierów wartościowych od czynników je kształtujących.

Finansjalizacja napędza automatyzację i komputeryzację działalności inwestycyjnej na rynkach finansowych. Pogoń za wysokim i szybkim zyskiem zmusza instytucje pośredniczące do stosowania coraz nowocześniejszego sprzętu elektronicznego. Połowa transakcji na głównych giełdach światowych (na amerykańskich nawet dwie trzecie) jest obecnie obsługiwana automatycznie przez specjalne programy, bez udziału człowieka. Nowe rozwiązania technologiczne mają przyspieszać podejmowanie najlepszych decyzji inwestycyjnych i do minimum ograniczać czas realizacji zlecenia<sup>34</sup>. Przykładem są inwestorzy wysokich częstotliwości (ang. *High Frequency Traders*, HFT), którzy, wykorzystując programy komputerowe oraz bardzo szybkie testowe zlecenia, wyszukują i przechwytyują oferty sprzedaży, wyprzedzając konkurentów o mikrosekundy. Zyskuje ten, który ma szybsze, bardziej wydajne komputery zainstalowane najbliżej giełdy (zjawisko kolokacji). Jednakże ta szybkość, w przypadku wystąpienia awarii lub błędu popełnionego przy obsłudze zleceń drogą elektroniczną, może doprowadzić do zagrożeń kryzysowych. Na skutek pomyłki osoby (maklera) lub błędu komputera mogą wystąpić reakcje łańcuchowe, zwielokrotniające zmiany kursów. Natomiast w sytuacji bardzo szybkiego przepływu zleceń, mogą one doprowadzić do silnego załamania kursu papierów wartościowych lub waluty, a nadmierna wyprzedaż doprowadza do kolejnych spadków cen i załamania na rynku. Natychmiastowe zahamowanie przedstawionych procesów i odwrócenie trendu jest niemożliwe. Rynek bowiem reaguje na zlecenia w ciągu milisekund, a ludziom niezbędne na reakcję są minuty. Konsekwencje zaś takich incydentów to z reguły wielomilionowe straty.

Resumując: w ramach funkcji wartościującej dochodzi do zniekształceń w wycenie instrumentów finansowych na rynku giełdowym na skutek wzrostu kruchości sfery finansowej i prawdopodobieństwa zakażenia się kryzysem finansowym, a co za tym idzie – większym prawdopodobieństwem powstawania baniek spekulacyjnych. Ponadto zjawisko to wynika z procesu odchodzenia inwestorów (instytucjonalnych i indywidualnych) od podejmowania decyzji inwestycyjnych opartych na rzetelnych informacjach ekonomicznych i nadmiernego zaufania podmiotom finansowym (analitykom finansowym, doradcom finansowym, agencjom ratingowym). Zniekształcenia w wycenie w funkcji wartościującej wynikają również z działań pośredników

---

<sup>34</sup> P. Różyński, *Instynkty, plotki, maszyny, czyli skąd się bierze giełdowa panika*, „Dziennik Gazeta Prawna”, 2011, August 19.



finansowych nastawionych na krótkookresowy zysk i niereagujących na sygnały z rynku. Mogą również wiązać się z nadmiernym wykorzystaniem nowoczesnego sprzętu elektronicznego.

## 6. Podsumowanie

Na skutek finansjalizacji sfera finansowa z tradycyjnej roli wspomagania i uzupełniania sfery realnej staje się wręcz dominującym uczestnikiem życia ekonomicznego i społecznego. Podmiotami, które znajdują pod silnym wpływem tych zjawisk, są giełdy papierów wartościowych. Na skutek m.in. rozwoju rynku derywatów, pogoni inwestorów za szybkim i wysokim zyskiem, zmian w zarządzaniu podmiotami sfery realnej z nastawieniem na zarobkowanie z działalności finansowej, nasilenia się częstotliwości kryzysów finansowych – dochodzi do zniekształcenia klasycznych funkcji giełd: alokacyjnej, mobilizacyjnej oraz wartościującej. Jednocześnie same giełdy przechodzą silne przeobrażenia, zmieniając swe struktury prawno-organizacyjne i zasady funkcjonowania. Uczestniczą też w przemianach, które intensyfikują zjawiska finansjalizacji. Przede wszystkim przyczyniają się do dynamicznego rozwoju rynku instrumentów pochodnych.

Te nowe jakościowo zjawiska zmieniają dotychczasowy stan rynków finansowych. Stanowią wyzwanie zarówno dla teoretyków, jak i praktyków z zakresu ekonomii. Jak powiada J. Toporowski, „inflacja rynków finansowych prowadzi *de facto* do «końca finansów» jako infrastruktury służącej rozwojowi, przekształcając je w coś, co prowadzi wręcz do finansowej słabości gospodarki...<sup>35</sup>. Stąd też istnieje potrzeba opracowania nowego paradygmatu w sferze samych nauk ekonomii i finansów. W szczególności dotyczy to istoty działalności giełd papierów wartościowych oraz realizowanych przez nie funkcji, zarówno mikro-, jak i makroekonomicznych.

---

<sup>35</sup> J. Toporowski, *The End of Finance. The Theory of Capital Market Inflation, Financial Derivates and Pension Fund Capitalism*, Routledge Frontiers of Political Economy, London 2000.

## Bibliografia

### Wydawnictwa zwarte

1. Domowitz I., Steil B., *Innovation in Equity Trading Systems: the Impact on Trading Costs and the Cost of Equity Capital*, w: *Technological Innovation and Economic Performance*, red. B. Steil, D.G. Victor, R.R. Nelson, Princeton University Press, Princeton 2002.
2. Gorczyńska A., *Nowe technologie a kryzys finansowy – próba identyfikacji zależności*, „Studia i Prace Kolegium Finansów i Zarządzania SGH” 2011, nr 109.
3. Kasprzak-Czelej A., *Giełdowy rynek akcji a gospodarka. Ujęcie funkcyjne*, Difin, Warszawa 2012.
4. Kowalak T., *Integracja rynków kapitałowych w Unii Europejskiej*, Twigger, Warszawa 2006.
5. Kulpaka P., *Giełdy w gospodarce*, PWE, Warszawa 2007.
6. Sławiński A., *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006.
7. Steil B., *Changes in the Ownership and Governance of Exchanges: Causes and consequences*, Brookings-Wharton Papers on Financial Services 2002.
8. Toporowski J., *The End of Finance. The Theory of Capital Market Inflation, Financial Derivates and Pension Fund Capitalism*, Routledge Frontiers of Political Economy, London 2000.
9. Zadora H., Zieliński T., *Pieniądz współczesny a kryzysy finansowe*, Difin, Warszawa 2012.

### Artykuły prasowe i okolicznościowe

1. Devai R., Naacke G., *World Federation of Exchanges Cost & Survey*, 2012.
2. Fama E.F., *Efficient capital markets: A review of theory and empirical works*, „Journal of Finance” 1970, vol. 25(2).
3. Freeman R.B., *It's financialization!*, „International Labour Review” 2010, 2.
4. Gorczyńska A., *Organizacja giełdy papierów wartościowych jako przedsiębiorstwa*, „Przegląd Organizacji” 2012, nr 8.
5. Gorham M., *The long, promising evolution of screen-based trading*, „FOCUS, The monthly newsletter of regulated exchanges, with key market figures” 2011, no. 221.
6. Gruszecki T., *Przerośnięta sfera*, „Gazeta Bankowa” 2010, nr 2.
7. Jacquillat B., *Corporate governance of stock exchange*, „Revue d'économie financière” (English ed.) 2006, no. 82(1).

8. Kulawik J., *Demony finansyzacji*, „Gazeta Bakowa” 2010, nr 1.
9. Long J.B. de, Shleifer A., Summers L.H., *Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation*, „Journal of Finance” 1998, December.
10. Naacke G., Penistone E., Chekanova T., *WFE/IOMA 2014 Derivatives Market Survey*, WFE, August 2015.
11. Ratajczak M., *Finansyzacja gospodarki*, „Ekonomista” 2012, nr 3.
12. Rossman R., Greenfield G., *Finacialisation*, „Education Ouvriere” 2006, nr 1.
13. Różyński P., *Instynkty, plotki, maszyny, czyli skąd się bierze giełdowa panika*, „Dziennik Gazeta Prawna” 2011, 19 sierpnia.
14. Siemionczyk G., *Giełdy bronią się przez atak*, „Parkiet” 2011, February 19.
15. Stockhammer E., *Financialistaion and the Slowdown of Accumulation*, „Cambridge Journal of Economics” 2004, vol. 5.
16. Tobin J., *On the Efficiency of the Financial System*, „Lloyd's Bank Review” 1984, no. 153.
17. Wigan D., *Financialisation and Derivatives: Constructing an Artifice of Indifference*, „Competition & Change” 2009, no. 2.
18. Wyżnikiewicz B., *GPW centrum finansowym regionu?*, „Parkiet” 2010, 18.12.
19. Żyżyński J., *Neoliberalizm jako strukturalna przyczyna kryzysu a poszukiwanie dróg naprawy*, „Ekonomista” 2009, nr 2.

### **Materiały internetowe**

1. Stiglitz J.E., *Interpreting the Causes of the Great Recession of 2008*, lecture to have been delivered to the Bank of International Settlements conference, Basel, Switzerland, June 2009, [https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/download/papers/2009\\_Interpreting\\_Causes.pdf](https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/download/papers/2009_Interpreting_Causes.pdf)

Artykuł jest efektem projektu „Finansjalizacja – wpływ na gospodarkę i społeczeństwo” – konferencja międzynarodowa, realizowanego przez Wyższą Szkołę Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie z Narodowym Bankiem Polskim w ramach programu edukacji ekonomicznej.

---

## Financialization and the Classic Role of Stock Exchange

---

### Summary

Traditionally, a stock exchange was an organised market owned by its members stock brokers or by the state, which played a subordinate role in funding the real economy by exhibiting its allocation, valuation, information and surveillance functions. Changes in the economy linked with financialization exerted an impact upon how securities markets operate. Increased importance of the derivatives market, hunt for short-term profits (the so called „impatient capital” phenomenon), capital outflow from long-term investment, new actors interested in making quick profits on the stock market (e.g. high frequency traders (HFT)) are examples of phenomena manifested in the functions of stock exchanges.

The paper reflects the impact of financialization upon the functions of a stock exchange and attempts evaluating them from the point of view of the market and of the economy.

**Keywords:** financialization, stock exchange, distortions of stock exchange functions, derivatives

---