

RICHARD J. SWEENEY

NOWE RYNKI PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH A LEKCJE Z HISTORII*

Wiele tworzących się gospodarek rynkowych posiada giełdę papierów wartościowych a często nawet kilka rynków giełdowych. Wachlarz istniejących na nich instytucji, włączając w to rządowe organy legislacyjne i regulacyjne jest bardzo szeroki. Legislatorzy, kierując się różnymi priorytetami, a czasami wykazując niewiedzę, zdają się ignorować pewne lekcje wynikające z historii. W artykule analizuje się ewolucję dwóch rynków giełdowych: amerykańskiego i szwedzkiego, z uwzględnieniem potencjalnego wpływu doświadczeń płynących z ich ewolucji na instytucjonalny rozwój tworzących się rynków giełdowych (Emerging Stock Markets - ESM). W artykule przedstawione są, wynikające z historii, przykłady relacji kosztów i korzyści uzyskiwanych z "międzynarodowej dywersyfikacji". Przeprowadzona analiza wskazuje, że korzyści z takiej dywersyfikacji mogą być znacznie przeceniane przez inwestorów, a boom na ESM po roku 1985 zawiera w sobie zapowiedź przyszłego załamania koniunktury. Niektóre spostrzeżenia i doświadczenia z analizowanych rynków odnoszą się również do polskiego rynku giełdowego.

Ewolucja rynku giełdowego. W pewnym stopniu, rozwój instytucji rynku giełdowego w Stanach Zjednoczonych i w Szwecji był podporządkowany warunkom panującym w samym miejscu obrotu akcjami. Na przykład, giełda nowojorska (NYSE) mieściła się na wolnym powietrzu, na rogu ulicy, która, z czasem, rozrosła się do nowojorskiej dzielnicy finansowej. Aż do Wielkiego Kryzysu (lata 1929 - 1941 w Stanach Zjednoczonych) amerykański rynek giełdowy był w bardzo nieznacznym stopniu poddany regulacjom na szczeblu federalnym. W skutek krachu na giełdzie w 1929, oraz następującego po nim Wielkiego Kryzysu stworzono Komisję Papierów Wartościowych (Securities and Exchange Commission). Komisja uzyskała władzę legislacyjną i jej rola stopniowo wzrastała. Kluczowym celem w tworzeniu legislacji rynku giełdowego było dążenie do odbudowania po-

* Pierwsza wersja artykułu została zaprezentowana podczas konferencji *Financial Reform in Emerging Market Economies*, która odbyła się w Akademii Ekonomicznej w Poznaniu w dniach 20-21 stycznia 1996 roku. Konferencja została zorganizowana i sfinansowana w ramach Phare/ACE Programme 94-0685-R "Coping with Financial Reforms in Emerging Market Economies: Analytical Tools, Policy Implications, and Case Studies of Estonia and Poland". Autor pragnie podziękować za uwagi i komentarze Qaizarowi Husseinowi oraz Clasowi Wihlborgowi, a także uczestnikom poznańskiej konferencji, a w tym w szczególności Christopherowi J. Greenowi, Tadeuszowi Kowalskiemu, Victorowi Murinde i Vello Venselowi. Mats-Ola Forsman oraz Molly Moosbrugger pomogli w badaniach niezbędnych dla tego projektu. Artykuł został napisany w Gothenburg School of Economics, a badania były również finansowane przez Georgetown University i Georgetown Business School. Autor pracuje w Georgetown School of Business, Georgetown University. Jest także stałym współpracownikiem licznych uczelni w USA i w Europie, w tym Gothenburg School of Economics, Gothenburg University.

wszecznego zaufania do integralności amerykańskich instytucji finansowych, a rynku giełdowego w szczególności.

Przez dwie ostatnie dekady w USA regulowany rynek pozagiełdowy (OTC - over-the-counter) rozwijał się tak dynamicznie, że może obecnie konkurować z "oficjalną" giełdą papierów wartościowych. Szczególnie odnosi się to do tych akcji, które są przedmiotem obrotu na skomputeryzowanym rynku w systemie NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations - *przyp. tłum.*). W ten sposób, amerykańskie regulacje odnoszące się do funkcjonowania rynku kapitałowego, okazały się na tyle elastyczne, że nowe instytucje rynkowe mogły powstawać w odpowiedzi na potrzeby rynku. Co ważniejsze, nowe instytucje stanowią poważną konkurencję dla "tradycyjnych" giełd papierów wartościowych.

Większość krajów jest zainteresowana stworzeniem takich instytucji i regulacji, które zapewniają zaufanie publiczne do integralności rynków giełdowych. Istnieje jednak pewne niebezpieczeństwo. Zbyt duża skala i zakres regulacji będzie utrudniać rozwój nowych instytucji rynkowych, powstających w odpowiedzi na potrzeby rynku. W ten sposób efektywność rynku finansowego zostanie zredukowana. Co więcej, gdy nadmierny zakres regulacji i ograniczeń uniemożliwia rozwój nowych instytucji, potrzeby zmian na rynku nie zanikają, ale znajdują ujście gdzie indziej. Na przykład nadmiernie restrykcyjne przepisy dotyczące transakcji kapitałowych i roli maklerów mogą spowodować przeprowadzanie dużych transakcji z pominięciem giełdy papierów wartościowych. Jeśli obcokrajowcy mogą kupować krajowe papiery wartościowe to transakcje tymi papierami wartościowymi mogą zostać zdominowane przez obce rynki giełdowe; przykładem jest tu notowanie większości dużych węgierskich przedsiębiorstw na giełdzie papierów wartościowych w Wiedniu.

W pierwszej połowie lat 1890-tych szwedzka giełda papierów wartościowych działała raz w miesiącu. Istniał jeden dom maklerski mający wyłączność na obsługę całego rynku giełdowego. W drugiej połowie tej dekady powstał drugi dom maklerski. Zaczęto wówczas przeprowadzać sesje giełdowe dwa razy w miesiącu. Większość walorów, których kursy pojawiały się w gazetach, mogła poszczycić się tylko jednym notowaniem w miesiącu. W okresie tej dekady żaden z walorów nie był notowany w każdym miesiącu. Z 477 walorów tylko 34 były notowane w ostatnim miesiącu tej analizowanej dekady (Sweeney [1996a]). Tabela 1 przedstawia pierwszą dziesiątkę firm ze względu na liczbę odnotowanych w okresie 120 miesięcy kursów. Pierwsza firma była notowana 101 razy, dziesiąta 54 razy. Notowania wielu firm, których kursów nie odnotowano w pierwszej połowie dekady, nagle pojawiają się w drugiej, występując z całkiem niezłą częstotliwością (por. Tabela 2). Widać wyraźnie, że szwedzki rynek cechowała płytkość oraz brak płynności, jednak pod koniec dekady lat 1890-tych widoczne były pewne oznaki wzrostu aktywności inwestorów.

Przed pierwszą wojną światową, z pewnymi wyjątkami, ponad dwadzieścia szwedzkich firm było notowanych co najmniej raz w tygodniu na dość wąskim lecz płynnym rynku. Skala obrotów pozwoliła na stworzenie indeksu giełdowego (Frenberg, Hanson [1992a, b]). Szwecja przeżywała wtedy

silny wzrost gospodarczy, rozwój urbanizacji i rozwój międzynarodowych stosunków handlowych (Wihlborg [1990]). Tabela 3 zawiera porównanie wskaźników wzrostu *per capita* w wybranych krajach świata oraz w Szwecji. Na podstawie danych z tabeli 3 widać wyraźnie, że po reformie praw własności w 1864 roku wzrost gospodarczy w Szwecji był wysoki przez ponad 100 kolejnych lat (1870 - 1973). W tym czasie zaszły poważne zmiany w udziale sektora produkcyjnego w Produkcie Narodowym Brutto (PNB) oraz w strukturze zatrudnienia. Zmiany te były naturalnym skutkiem przemian procesu industrializacji, oraz wzrostu gospodarczego i prowadziły do zmniejszenia się roli rolnictwa i zwiększenia się roli przemysłu, a później także usług. Tabela 4 przedstawia dekompozycję PNB w odniesieniu do sektorów odbiorców finalnych. Dane te wskazują na rosnącą rolę inwestycji długoterminowych. Rozwój rynku giełdowego w sensie wielkości, ilości emisji, skali obrotu, płynności oraz głębokości z grubsza wynikał z ówczesnych trendów makroekonomicznych. Związek przyczynowo-skutkowy między rozwojem sektora realnego i sektora finansowego jest jednak dwustronny. Stąd też "niedorozwój" szwedzkiego rynku giełdowego z lat 1890 zniknął, gdy Szwecja stała się krajem w pełni zindustrializowanym.

Tabela 1

Liczba szwedzkich akcji, dla których odnotowano ceny transakcyjne w grudniu 1899

Kategoria	Liczba firm notowanych w latach 1890-1899*	Liczba firm notowanych w grudniu 1899**
Razem	477	34
sektor bankowy i inne instytucje kredytowe	52	11
sektor ubezpieczeniowy	25	2
transport i komunikacja	68	10
przemysł przetwórczy i pozostałe	291	10
sektor żeglugowy	41	1

Do tej grupy zaliczono firmy, dla których gazety zanotowały chociaż jedno notowanie w latach 1890 - 1899.

** Firmy, dla których gazety podały cenę notowania z grudnia 1899.

Źródło: Swenecy [1996a].

Po drugiej wojnie światowej Szwecja wprowadziła jednoprocentowy podatek od sprzedaży akcji. Spowodowało to odejście znacznej liczby dużych, szwedzkich firm na Londyńską Giełdę Papierów Wartościowych. Na giełdzie sztokholmskiej było nadal wiele szwedzkich firm, lecz na Londyńskiej Giełdzie wartość (w koronach szwedzkich) obrotu akcjami szwedzkich przedsiębiorstw była większa. Zwiększenie tego podatku w Szwecji do 2% jeszcze pogłębiło proces przechodzenia firm na giełdę londyńską. W końcu podatek ten został zniesiony, co zaowocowało odzyskaniem przez Sztokholm większości (ale, co bardzo ważne, nie całości) utraconego wcześniej obrotu szwedzkimi akcjami. Taką kolej rzeczy można także przewidzieć na

Tabela 2a

**Aktywność transakcyjna na szwedzkim rynku papierów wartościowych
w pierwszej połowie dekady 1890**

Rok:	1	8	9	0	*	*	*	*	*	*	*	*	1	8	9	1	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*		
Miesiąc:	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII					
1																													
2																													
3																													
4																													
5																													
6																													
7																												1	
8																													
9																													
10																													
11																													
12																	1										1		
13																													
14																								1					
15																													
16					1																								
17																												1	
18																	1												
19			1																										
20																								1					
21								1	1	1																			
22												1					1	1	1								1		
23		1		1																									
24																													
25																													
26																													
27																													
28						1																							
29																													
30																													
31	1	1	1			1	1		1	1					1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
32																													
33																													
34																													
35																													
36																													
37																													
38																													
39	1	1									1	1	1			1	1										1	1	
40	1			1																									
41																													
42	1			1								1	1														1	1	
43																													
44																													
45																													

Tabela 2b

**Aktywność transakcyjna na szwedzkim rynku papierów wartościowych
w drugiej połowie dekadyl890**

Rok:	1	8	9	8	*	*	*	*	*	*	*	*	1	8	9	9	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Miesiąc:	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	
1															1	1	1	1					1	1	1
2				1						1	1							1							
3													1	1	1	1	1	1					1	1	1
4																						1			
5										1	1			1	1	1									
6																									
7			1	1						1															
8	1			1	1			1							1										
9																									
10																1	1					1			
11	1		1		1				1	1	1				1	1				1				1	1
12																									
13						1				1															1
14																									
15	1	1	1	1	1	1		1	1	1	1	1													
16				1				1																	1
17		1				1					1			1	1	1		1	1					1	1
18	1				1					1	1		1												
19	1			1	1	1									1	1									
20				1		1									1										
21	1	1	1	1	1	1	1		1		1		1	1	1	1		1	1	1	1	1	1	1	1
22					1					1					1										
23	1																								
24	1					1				1		1				1								1	1
25		1	1												1	1	1	1	1						
26	1						1	1		1	1												1		1
27		1				1										1									
28	1	1	1	1		1	1	1	1	1	1	1	1	1											
29										1															
30				1						1						1	1					1			
31	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
32	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
33	1			1					1	1					1						1	1			
34																									
35						1	1																		
36																									
37	1		1	1	1	1					1	1		1			1	1		1				1	1
38	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
39	1	1		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
40																									
41												1													
42																									
43				1	1	1				1				1		1	1	1		1		1	1	1	1
44																									
45	1	1	1		1				1	1				1		1	1	1	1			1	1		

Źródło: Sweeney [1996a].

podstawie innych zjawisk. Na przykład, jeśli międzynarodowy dostęp do rynku krajowych papierów wartościowych jest zagwarantowany, arbitraż gwarantuje taki sam poziom ich cen w kraju i za granicą. Mamy do czynienia z taką sytuacją w przypadku wyceny japońskich akcji na giełdzie Tokijskiej (Tokyo Stock Exchange - TSE) oraz ADR-ów (American Depositary Receipts) wystawionych na te akcje na NYSE¹.

Tabela 3

Roczne stopy wzrostu *per capita*, lata 1820 - 1985 (ceny stałe)

	1820- -1870	1870- -1913	1913- -1950	1950- -1973	1973- -1979	1950 -1960	1960- -1970	1970- -1980	1980- -1985	1950- -1980	1950- -1985
Dania	0,9	1,6	1,5	3,3	1,8	2,6	3,5	2,1	2,5	2,8	2,7
Finlandia	(b.d.)	1,7	1,7	4,2	2,0	4,0	4,3	3,1	1,9	3,8	3,5
Norwegia	1,0	1,3	2,1	3,1	3,9	2,8	3,6	4,6	2,6	3,6	3,5
Szwecja	0,6	2,1	2,2	3,1	1,5	2,6	3,7	1,8	2,2	2,7	2,6
Australia	(b.d.)	0,6	0,7	2,5	1,3						
Austria	0,7	1,5	0,2	5,0	3,1						
Belgia	1,9	1,0	0,7	3,6	2,1						
Kanada	(n.a.)	2,0	1,3	3,0	2,1						
Francja	1,0	1,5	1,0	4,1	2,6						
Niemcy	1,1	1,6	0,7	5,0	2,6						
Włochy	(n.a.)	0,8	0,7	4,8	2,0						
Japonia	0,0	1,5	0,5	8,4	3,0						
Holandia	1,5	0,9	1,1	3,5	1,7						
Szwajcaria	1,7	1,2	1,5	3,1	-0,2						
W. Brytania	1,5	1,0	0,9	2,5	1,3						
USA	1,4	2,0	1,6	2,2	1,9						
Średnia arytmetyczna	1,1	1,4	1,2	3,8	2,0						

źródło: Maddison [1982] i Wihlborg [1990].

Pewne prace sugerują, że rządowa interwencja na rynkach finansowych może polepszyć ich funkcjonowanie, przyspieszyć ich rozwój oraz rozwój sektora niefinansowego gospodarki. Przykładowo, Demetricos i Kul [1996] dowodzą, że rządowe regulacje dotyczące banków południowokoreańskich zwiększyły ilość udzielonych kredytów. W efekcie zwiększył się wskaźnik wzrostu sektora niefinansowego w tym kraju. Autorzy ci, w przypadku Indii, odnotowują jednakże odwrotny efekt podobnych posunięć. (Faiz i Murinde [1995], [1996]) natomiast, wskazują przykład Singapuru, gdzie wysiłki rządu w celu stymulowania rozwoju sektora finansowego, ze szczególnym uwzględnieniem banków, przyniosły, podobnie jak w przypadku Korei Południowej, pozytywny skutek.

¹ Christopher Green przypomina zresztą o istnieniu podobnej sytuacji w Londynie i Amsterdamie w XVII-tym wieku.

Tabela 4

**Długookresowa struktura Produktu Narodowego Brutto wg finalnego podziału,
w wybranych krajach (wielkości globalne, ceny bieżące)**

	Udział w PNB (%)				
	Konsumpcja prywatna (1)	Konsumpcja Rządowa (2)	Inwestycje krajowe brutto (3)	Eksport lub Import (-) kapitału (4)	Inwestycje narodowe brutto (5)
Wielka Brytania					
1. 1860-79	82,7	4,8	9,4	3,1	12,5
2. 1880-99	81,9	5,8	8,4	3,9	12,3
3. 1900-14	78,6	7,4	8,7	5,3	14,0
4. 1921-29	82,0	8,9	6,8	2,3	9,1
5. 1950-58	66,9	16,9 (9,4)	15,5	0,7	16,2
Niemcy (w ówczesnych granicach)					
6. 1851-70	81,6	4,0	13,7	0,7	14,4
7. 1871-90	73,1	5,9	18,9	2,1	21,0
8. 1891-1913	68,7	7,1	23,0	1,1	24,1
9. 1928	76,1	7,2	18,2	-1,5	16,7
10. 1950-59	58,7	14,4	23,7	3,1	26,8
Włochy					
11. 1861-80	87,3	4,2	10,0	-1,5	8,5
12. 1881-1900	84,4	4,8	10,8	0	10,8
13. 1901-10	78,4	4,2	15,9	1,4	17,3
14. 1921-30	78,5	5,6	18,1	-2,2	15,9
15. 1950-59	68,2	12,0	20,8	-1,0	19,8
Dania					
16. 1870-89		92,0	9,8	-1,8	8,0
17. 1890-1909		88,8	13,5	-2,3	11,2
18. 1921-30		87,8	11,9	0,3	12,2
19. 1950-59	68,6	12,5 (9,6)	18,9	0	18,9
Norwegia					
20. 1865-74	83,8	3,8	11,3	1,2	12,5
21. 1875-94	84,7	4,8	11,9	-1,4	10,5
22. 1895-1914	83,6	6,6	14,7	-4,9	9,8
23. 1915-24	78,1	8,5	18,9	-5,5	13,4
24. 1925-34	77,5	8,7	14,4	-0,6	13,8
25. 1950-59	60,0	12,5 (8,9)	29,9	-2,4	27,5
Szwecja					
26. 1861-80	85,3	4,4	10,8	-0,5	10,3
27. 1881-1900	85,0	5,4	11,2	-1,6	9,6
28. 1901-20	81,6	5,8	13,1	-0,5	12,6
29. 1921-40	75,0	8,6	15,8	0,6	16,4
30. 1941-59	64,8	14,3	21,0	-0,1	20,9
31. 1950-59	61,9	16,8 (11,9)	21,2	2,0	21,4
USA (dane oficjalne)					
32. 1869-88	76,7	3,6	20,6	-0,9	19,7
33. 1886-1908	73,6	4,4	21,4	0,5	21,9
34. 1909-28	74,7	4,9	18,4	2,0	20,4
35. 1929-38	77,9	9,4	12,3	0,4	12,7
36. 1946-55	66,4	15,4	17,3	0,9	18,2
37. 1950-59	63,7	17,9 (7,5)	17,9	0,5	18,4

Ten dowód jest pośrednio związany z kwestiami giełdowymi. Rządowe interwencje na dowolnej części rynku finansowego mogą mieć mnożnikowe znaczenie dla innych sektorów rynku. Na przykład, część obserwatorów uważa, że niemieckie regulacje faworyzujące, odmiennie niż w Stanach Zjednoczonych, bankowość uniwersalną są częściowo odpowiedzialnie za stosunkowo "niski stopień rozwoju" niemieckiego rynku giełdowego. Należy zauważyć, że w Polsce stosuje się prawo bankowe oparte na modelu niemieckim.

Doświadczenia wynikające z ewolucji rynków papierów wartościowych. Wydaje się, że początkowo słabo rozwinięte ESMs rozwiną się w naturalny sposób w miarę rozwoju gospodarki. Wysiłki legislacyjne by przyspieszyć, zwolnić lub po prostu sterować tym procesem mogą okazać się szkodliwe. Opodatkowanie obrotów giełdowych spowoduje odpływ transakcji papierami wartościowymi do innych krajów, jeśli legislacja na to pozwala. W innym przypadku najprawdopodobniej dojdzie do negocjowanych, często niejawnych transakcji poza oficjalnym rynkiem kapitałowym. W istocie, nadmierne regulacje zahamują rozwój ESM, chyba że ograniczą się one do ustalenia warunków dla najbardziej efektywnych notowań, bądź też określą system notowań.

Dywersyfikacja międzynarodowa. W okresie od 1985-tego roku obserwowaliśmy trwający do 1994-tego roku boom na akcje ESM-ów. Jak wynika z International Finance Corporation's Fact Book, nawet wliczając 1994 rok, wiele ESMs zapewniało znaczne zyski inwestorom. Co więcej, w tym samym czasie, korelacje próby wskaźników zwrotu na niektórych ESM-ach były bardzo małe, statystycznie bliskie zeru. Równocześnie wskaźniki innych ESM-ów oraz wskaźniki giełdowe bogatych państw zanotowały znaczne wzrosty.

Te dane mogą być jednak wysoce mylące. W 1929 roku Siegfried Stern opublikował książkę analizującą efektywność inwestycji w międzynarodowo zdywersyfikowany portfel akcji i obligacji w największych krajach świata w latach 1914 - 1924 lub 1929 (10 lub 15 letni okres). Dla 10 letniego okresu wyniki wskazują niewielkie korzyści z międzynarodowej dywersyfikacji portfela; inwestor uzyskałby lepszy zwrot z inwestycji posiadając amerykańskie i kanadyjskie akcje oraz obligacje (lub jednorodny portfel akcji lub obligacji z tych krajów), niż przyjmując strategię dywersyfikacji międzynarodowej (Stern [1929]); (zob. także tabela 5). Przyczyną takiego stanu rzeczy była oczywiście I Wojna Światowa. Rynek akcji i obligacji w pokonanych krajach (Niemcy, Austro-Węgry) kompletnie się załamał, co zresztą było także udziałem wielu państw zwycięskich (Francja, Belgia).

Inwestorzy w wielu krajach, oprócz strat w portfelu inwestycyjnym, spotkali się w tym czasie z nagłym i głębokim zmniejszeniem się płynności, oraz głębokości rynków giełdowych. Dane z niemieckich gazet dla pięciu dużych niemieckich przedsiębiorstw wskazują kompletny brak ich notowań podczas wojny. Odpowiada to zresztą decyzji rządu niemieckiego o zamknięciu rynku giełdowego na okres wojny. Naturalnie, mogły mieć miejsce prywatne, pozagiełdowe transakcje akcjami w Niemczech lub za granicą, lecz odbywały się one w warunkach ogromnie zmniejszonej płynności i głę-

bokości rynku, nie wspominając już o niewielkiej wartości informacyjnej kursów tych akcji (Sweeney [1996b]).

Tabela 5

Wartość zdywersyfikowanego portfela akcji zakupionego w piętnastu krajach, wg oficjalnych notowań z pierwszej połowy 1929 roku

	Wartość inwestycji w styczniu 1914 w USD	Wartość rynkowa w I poł. 1929, w USD	Procent wzrostu	Procent spadku
Austria	12302,88	3212,36		73,88
Belgia	12500,99	10890,60		12,88
Dania	11827,60	10055,05		14,99
Anglia	12500,00	75106,19	500,84	
Francja	12694,43	7507,20		56,62
Niemcy	11864,77	10761,93		9,29
Holandia	12856,06	21369,60	66,14	
Węgry	12467,00	2798,58		77,55
Włochy	12834,97	5517,95		57,00
Norwegia	11860,75	19455,76	64,03	
Hiszpania	11496,40	13778,75	19,85	
Szwecja	12488,00	12569,55	0,65	
Szwajcaria	11753,51	14963,15	27,08	
Suma 13 krajów	159447,36	207986,67	30,44	
Kanada	12464,60	56864,00	356,23	
USA	12457,00	34918,37	180,30	
	24921,60	91782,37	268,29	
Suma 15 krajów	184368,96	299769,04	62,59	

Źródło: Stern [1929].

Lekcje z historii dywersyfikacji międzynarodowej. Dane z okresu po 1985 roku należy traktować jako ważny epizod, podobnie jak okres 1914-1924. Wiele komentarzy wydaje się uznawać wyniki ESM z okresu po roku 1985 za dobrą podstawę prognoz.

Odniesienia do polskiego rynku giełdowego. Największą troską twórców polskiego rynku papierów wartościowych i jego podstaw prawnych było stworzenie, a następnie utrzymanie publicznego zaufania do giełdy, a dzięki temu do instytucji finansowych i wolnego rynku w ogóle. Ta troska była całkowicie zrozumiała w przypadku państwa przechodzącego przeobrażenie z systemu centralnie sterowanego do gospodarki rynkowej. Szczególny nacisk położono na przejrzystości mechanizmów, zapewnienie równych szans wszystkim inwestorom, a w tym w szczególności w dostępie do informacji, oraz zmniejszenie dużych wahań rynku. Część instytucji oraz regulacji polskiego rynku może więc być niezgodna z oczekiwaniami rynkowymi, a koszt tego niedostosowania może rosnąć w miarę upływu czasu. Oznacza to więc, że Polska prawdopodobnie będzie musiała stopniowo zmieniać regulacje dotyczące funkcjonowania rynku papierów wartościowych, takich jak na przykład system notowań.

Na WGPW walory notowane są w systemie jednolitego kursu dnia. Powoduje to okresowy brak płynności oraz zakłóca informacyjną funkcję

kursów, która przejawia się pełniej na rynkach z notowaniami ciągłymi takich jak NYSE i NASDAQ. W szczególności, inwestorzy na polskiej giełdzie uzyskują jedynie jedną informację o cenie i obrotach akcji na rynku dziennie. Co więcej, mogą ją faktycznie wykorzystać dopiero następnego dnia (Kowalski [1995]). Sugeruje to potrzebę stworzenia instytucji umożliwiających notowania ciągłe, które zapewnią więcej informacji o rynku, poprzez dostarczanie większej liczby punktów ceny-ilości (*observed price-quantity points*)². Prócz tego, kolejnym czynnikiem redukującym płynność oraz funkcję informacyjną rynku jest limit wzrostu lub spadku ceny akcji na jedną sesję (Kowalski [1995]).

Polska dostosowuje się do wymagań i tendencji rynkowych. Warszawska Giełda Papierów Wartościowych ma, obok głównego parkietu, także rynek równoległy, z mniej surowymi wymogami dla notowanych firm niż główny parkiet³. Być może jeszcze ważniejszy na dłuższą metę będzie regulowany rynek pozagiełdowy (OTC)⁴. Posunięcia te powinny zwiększyć płynność i poprawić funkcję informacyjną rynku kapitałowego. Są one również szansą dla wielu firm oraz nowych domów maklerskich pragnących dostępu do rynku kapitałowego.

Istnieją dwie fundamentalne metody instytucjonalnych zmian na rynku giełdowym. Pierwsza z nich polega na stosowaniu regulacji prawnych w celu tworzenia instytucji o optymalnej strukturze przy wcześniej wyznaczonych priorytetach, wyprowadzonych na podstawie społecznych oczekiwań. Istnieje jednak niebezpieczeństwo zastąpienia tych oczekiwań i interesu społecznego, celami i interesami różnych grup nacisku lub samych legislatorów; co jest w efekcie "niepowodzeniem rządu". Druga metoda pozwala instytucjom na endogeniczny rozwój na rynku. Instytucje jednak mogą wtedy nie odpowiadać potrzebom społecznym, gdyż faworyzują pewne grupy lub jednostki, których cele i oczekiwania nie pokrywają się ze społecznymi; tym razem, jest to "niewydolność rynku". Dane empiryczne pokazują, że niepowodzenia rządu są równie niebezpieczne jak niewydolność rynku, choć konsekwencje różnią się w obu przypadkach. Porównanie skutków obu typów niewydolności wskazuje, iż rządy mogą uruchamiać regulowane rynki giełdowe, pozwalając równocześnie na rozwój bardziej elastycznych form obrotu papierami wartościowymi. Obserwacja tendencji na bardziej elastycznym, rynku pozagiełdowym może sygnalizować rządowi konieczność wprowadzenia ewentualnych korekt na regulowanym rynku. Podobnie powinien zachowywać się mniej sformalizowany rynek, adaptując w miarę potrzeb, skuteczne instrumenty stosowane na "oficjalnej giełdzie". Takie empiryczne obserwacje będą więc przydatne zarówno dla legislatorów jak

² Jednym z dowodów rozwoju rynku giełdowego w Polsce jest stworzenie warunków dla dogrywek dwustronnych a także (od lipca 1996 roku) systemu notowań ciągłych dla pierwszej grupy spółek. Są to BIG, BPH, Dębica, Elektrim i Rolimpex. We wrześniu do notowań ciągłych włączono kolejne spółki: BRE, BSK, Budimex, Stalexport and Universal. Do końca 1996 roku wszystkie spółki wchodzące w skład WIG20 mają być notowane, obok jednolitego kursu dnia także w systemie notowań ciągłych - przyp. tłum.

³ Istnieje także tzw. trzeci parkiet lecz nie ma tam jeszcze notowanych spółek - przyp. tłum.

⁴ Centralna Tablica Ofert (CeTO) jest spółką akcyjną założoną przez domy maklerskie.

Pierwsze kwotowanie na CeTO odbyło się 6 grudnia 1996 roku - obroty zainaugurowała pierwsza spółka - Rafamet. Później dołączyła druga spółka - Polisa. W pierwszym dniu obrotu na CeTO zamieszczono 15 ofert i zawarto 5 transakcji o wartości 11970 PLN - przyp. tłum.

i dla inwestorów, stwarzają bowiem podstawy do bardziej rzeczowej debaty nad kosztami i korzyściami wynikającymi z poszczególnych rozwiązań instytucjonalno-prawnych.

Tłumaczenie:
Tadeusz Kowalski

BIBLIOGRAFIA

- Demetrios, Panicos O., and Kul B. Luintel, *Financial Repression in the South Korean 'Miracle'*, Keele, U.K.: University of Keele Working Paper, 1996.
- Demetrios, Panicos O., and Kul B. Luintel, *Financial Repression/ Financial Deepening and Economic Growth: Evidence from India*, University of Keele Working Paper, 1994.
- Maddison, A., *Phases of Capitalists Development*, Oxford University Press, New York 1982.
- Murinde, Victor, and Fern S. H. Eng, *Financial Development and Economic Growth in Singapore: Demand-Following or Supply-Leading?*, *Applied Financial Economics* 4 (1994), 391 - 404.
- Frennberg, Per, and Bjorn Hanson, *Swedish Stocks, Bonds, Bills and Inflation*, *Applied Financial Economics* 2 (1992a), 79 - 86.
- Frennberg, Per, and Bjorn Hanson, *Computation of a Monthly Index for Swedish Stock Returns 1919 - 1989*, *Scandinavian Economic History Review* (1992b), 3 - 27.
- Kowalski, Tadeusz, *The Polish Stock Market, Presentation to the Georgetown Business School Workshop in Finance and Accounting*, December, 1995.
- Kuznets, Simon, *Modern Economic Growth: Rate, Structure and Speed*, New Heaven 1966.
- Stern, Siegfried. *Fourteen Years of European Investments New York: The Bankers Publishing Company*, 1929.
- Sweeney, Richard J., *Stock Market Evolution in Sweden: From 1890 to 1995*, Washington, DC: Georgetown Business School Working Paper, 1996a.
- Sweeney, Richard J., *Stock Market Shocks in Germany: From 1890 to 1953*, Washington, DC: Georgetown Business School Working Paper, 1996b.
- Wihlborg, Clas G., *The Scandinavian Models for Development and Welfare*, Gothenburg, Sweden: Department of Economics Working Paper, 1990.

EMERGING STOCK MARKETS: SOME LESSONS FROM HISTORY

S u m m a r y

Many stock markets develop in step with the country's economy. Of course there is likely some two-way causation between developments in the economy and stock markets. In the U.S., before the 1930's there was relatively little Federal control over stock markets, and stock markets evolved in a more or less satisfactory way.

Swedish stock markets evolved over 100 years in a remarkable manner that may be applicable to an emerging stock market that government gives room to evolve. In the early 1890s, stocks traded once a month through one broker. In the later part of the decade another broker entered and trading occurred twice a month. No stock traded in every month during the decade, and the median and mean number of trades was one for stocks that traded at all. By the late teens of the twentieth century, the market had evolved to where a stock market index was meaningful. In the post second world war period, Swedish turnover taxes drove much trading to London for big firms and large trades. Bad government policy can hurt the evolution of emerging stock markets.

Much interest in emerging stock markets arises from high returns and low correlation with developed-country markets. The belief in high returns and low correlations arises from data from the

late 1980s and early 1990s. These patterns are unlikely to repeat. The benefits of diversification look substantially smaller when data from the 1890s on are examined, primarily because of the disasters of the first and second world wars. Emerging market economies should not count on continued outside interest that result from overestimation of the benefits of international diversification.

R.J.S.