

Rynek papierów wartościowych

Autor: **Robert P. Murphy**

Źródło: econlib.org

Tłumaczenie: **Anna Morawska**

Rynek papierów wartościowych to podstawowy atrybut kapitalizmu. Murray Rothbard spytał kiedyś [Ludwiga von Misesa](#), czy istnieje wyraźna granica pomiędzy mocno interwencjonistycznym państwem a czysto socjalistycznym. Mises odpowiedział: „Nie może istnieć prawdziwa własność prywatna, jeżeli nie istnieje rynek papierów wartościowych. Nie może istnieć prawdziwy socjalizm, jeżeli takiemu rynkowi pozwolono powstać”¹.

Pomimo swojej ważności, rynek papierów wartościowych pozostaje tajemnicą nawet dla wielu zagorzałych zwolenników wolnego rynku. Ludziom, którzy nie mają problemów z uzasadnieniem działań kierowników ds. marketingu czy sprzedawców chwilówek, często nie udaje się obronić spekulantów lub drapieżnych inwestorów. Jednakże to właśnie ci „wrogowie publiczni” dostarczają istotnych usług, a rządowe programy walki z wrogimi przejęciami sprawiają, że stajemy się biedniejsi.

Czym jest rynek papierów wartościowych?

Ujmując to najprościej, rynek papierów wartościowych to abstrakcyjny rynek, na którym handluje się prawami własności do przedsiębiorstw. Istnieją prawdziwe miejsca, zwane *gieldami*, gdzie sprzedawcy i kupujący spotykają się — najsłynniejsza to oczywiście Nowojorska Giełda Papierów Wartościowych, usytuowana pod numerem 11 na Wall Street w Nowym Jorku. Jednak sam „rynek papierów wartościowych” to niematerialna zbiorowość wszystkich kupujących i sprzedających, wraz z inwestorami prowadzącymi transakcje ze swoich laptopów na Tahiti.

Na rynku papierów wartościowych ludzie kupują i sprzedają ułamkowe akcje, odpowiadające częściowym prawom własności przedsiębiorstwa. Na

¹ Patrz: Murray N. Rothbard, „A Socialist Stock Marker?” [w:] *Making Economic Sense* (Auburn, AL: Ludwig von Mises Institute, 1995), s. 356. Dostępny na: <http://mises.org/econsense/ch103.asp>

przykład jeżeli korporacja XYZ oferuje 10 tys. akcji, a Jan Kowalski jest w posiadaniu tysiąca z nich, oznacza to, w uproszczeniu, że pan Kowalski jest właścicielem 10% aktywów i pasywów bilansu korporacji XYZ.

Spółeczeństwo często zapomina, że przedsiębiorstwa nie działają automatycznie. Pewna jednostka lub grupa ludzi musi *decydować*, jakie działania zostaną podjęte. Ile zainwestować w rozwój i badania (R&D)? Ile fabryk otworzyć lub zamknąć? Czy wypuścić nowe obligacje, aby sfinansować zakup mniejszej firmy z powiązanej branży? Czy zacząć sprzedawać najnowszą wersję flagowego produktu — mimo że nie jest jeszcze do końca dopracowana — aby pobić konkurencję?²

W praktyce kadra zarządzająca podejmuje tego typu decyzje. W oczach społeczeństwa najwyższą władzę pełni dyrektor generalny (CEO). Takie przekonanie jest jednak mylne, *ponieważ CEO jest pracownikiem, którego można zwolnić*. To akcjonariusze są właścicielami firmy i to oni (zbiorczo) mają ostatnie słowo.

W tym kontekście można stwierdzić, że celem rynku papierów wartościowych jest określenie, *którzy ludzie są akcjonariuszami różnych przedsiębiorstw*.

Istotność prawidłowych cen papierów wartościowych

Standardowa ekonomia uczy, że (przy pewnych założeniach) zdecentralizowany rynek prowadzi do efektywnego podziału zasobów pomiędzy przedsiębiorstwami. Dzieje się tak, ponieważ zostają na nim dopasowane osobista chęć zysku przedsiębiorców i pragnienia konsumentów.

Złoto na przykład dzięki swojej stosunkowo wysokiej cenie używane jest do produkcji biżuterii i przy leczeniu artretyzmu. Tańsze metale, takie jak aluminium, są wykorzystywane w dużo szerszym zakresie — ludzie pakują resztki jedzenia w folię aluminiową i wyrzucają ją po jednokrotnym użyciu. Złota najczęściej się nie wyrzuca.

Taki sam proces zachodzi nie tylko w przypadku cen różnych metali, ale również papierów wartościowych. Niskie ceny akcji danej firmy oznaczają, że rynek niespecjalnie ją ceni. Typowy Kowalski może sobie pozwolić, od czasu do czasu, na zakup znacznej ilości akcji takiego przedsiębiorstwa.

² Więcej na ten temat w [Stock Market](#) Jeremiego J. Siegela i [Market for Corporate Control](#) Jonathana R. Maceya w *Concise Encyclopedia of Economics*

Z drugiej strony nawet gdy ktoś jest przekonany, że mógłby wyprowadzić Microsoft z problemów finansowych w trzy miesiące — o ile nie jest miliarderem — nie będzie w stanie samotnie wpłynąć na los firmy. Iloczyn aktualnej ceny akcji i liczby wypuszczonych akcji to wartość giełdowa spółki. Relatywnie wysoka cena złota oznacza, że jest to dobro rzadkie i powinno być odpowiednio traktowane. Podobnie, wartość giełdowa Microsoftu, która wynosi ponad 200 miliardów dolarów, sugeruje, że firma jest bardzo ceniona na rynku.

W konsekwencji na ludziach, którzy wpływają na los Microsoftu (i innych podobnych firm), spoczywa odpowiedzialność za ogromny majątek. Oczywiście nie gwarantuje to, że podejmować będą *dobre* decyzje. Zwiększa jednak prawdopodobieństwo, że w proces decyzyjny zaangażowani będą najbardziej wykwalifikowani eksperci.

Rynek papierów wartościowych i inwestycje przedsiębiorstw

Popularnym zarzutem wobec rynku papierów wartościowych jest to, że nie udaje mu się przekierować oszczędności w produktywnie inwestycje. Wedle takiego toku rozumowania, ktoś kto przeznaczają tysiąc dolarów ze swojej wypłaty na zakup akcji firmy Acme, tak naprawdę nie inwestuje w Acme. Przekazuje jedynie pieniądze poprzedniemu właścicielowi akcji. Przedsiębiorstwo nie dostaje tego tysiąca dolarów, nie może go przeznaczyć na nowe fabryki ani zatrudnienie nowych pracowników.

Takie spojrzenie jest dość powierzchowne. Po pierwsze, przedsiębiorstwo może zebrać kapitał poprzez SEO ([druga ofertę publiczną](#)), a więc wyemitować nowe akcje. Pozwala to firmie zwiększyć swój kapitał bez emisji nowych obligacji i tym samym zaciągania większego długu.

Ale pomimo to, nawet w standardowym przykładzie, gdy inwestorzy kupują „używane” papiery od poprzednich właścicieli, umiejętność sprzedaży używanych akcji wciąż pozwala przedsiębiorstwu na zdobycie dodatkowych funduszy na inwestycje. Nikt nie zaprzecza, że firma dostaje zastrzyk gotówki wraz z IPO ([pierwsza oferta publiczna](#)). Istnienie rynku wtórnego podwyższa ceny po których akcje są odsprzedawane, co sprawia, że inwestorzy są skłonni zapłacić wyższe ceny już przy pierwszej emisji. Inaczej mówiąc, korporacja Acme otrzymała więcej kapitału, gdy weszła na giełdę, ponieważ inwestorzy wiedzieli, że jeśli firma będzie odnosić sukcesy, nowe osoby będą również chciały otrzymać swój przydział akcji. Będą one gotowe zapłacić, powiedzmy, 1000 dolarów za akcje, których ceny wzrosły już od czasu IPO.

W końcu, powinniśmy rozważyć, co odbiorca naszego hipotetycznego 1000 dolarów zrobi z tymi pieniędzmi. Jeżeli wyda je na nowe ubrania, wtedy owszem Acme nie otrzyma nowych środków na inwestycje. Wydatek 1000 dolarów z oszczędności inwestora jest równoważony przez wzrost konsumpcji o 1000 dolarów u sprzedającego.

Jednakże jeżeli sprzedający weźmie ten 1000 dolarów, który zarobił sprzedając akcje Acme i zainwestuje go w inne aktywa (jak na przykład nowe akcje firmy XYZ, która właśnie weszła na rynek), wtedy wzrosną oszczędności netto. Wzrosną jednak inwestycje XYZ, a nie Acme. Inwestor, wydając 1000 dolarów *w tym momencie*, nie pozwala Acme na odpowiedni wzrost wydatków inwestycyjnych. Inwestor umożliwia jedynie oryginalnemu właścicielowi akcji na przeniesienie swoich środków gdzie indziej, podczas gdy sytuacja Acme się nie zmienia.

Spoleczna rola spekulacji giełdowych

W sequele filmu *Wall Street* podstarzały Gordon Gekko (być może próbując sprzedać więcej egzemplarzy swojej książki) mówi młodej publiczności, że spekulacja to źródło wszelkiego zła. Inne fragmenty filmu potwierdzają popularny pogląd, że spekulanci giełdowi tak naprawdę nie produkują niczego, a jedynie przesuują pieniądze z miejsca na miejsce.

Ta pogarda dla spekulacji papierami wartościowymi to część większego nurtu niechęci do pośredników. Na przykład ktoś, kto kupuje pomarańcze na Florydzie po 75 centów i sprzedaje je w Nowym Jorku za 1 dolara, zostaje potępiony, ponieważ jedynie przewozi owoce z miejsca na miejsce. Ale taki pośrednik jak najbardziej wyświadcza usługę dla miłośników cytrusów w Nowym Jorku — co komu po smacznych pomarańczach sprzedawanych 2000 km od domu?

Podobnie, osiągający sukcesy spekulant jednocześnie zarabia na swój zysk, jak i wytwarza przydatną usługę dla społeczeństwa. Hasłem przewodnim spekulacji jest „kupuj tanio, sprzedawaj drogo” (bądź też „krótko sprzedawaj drogo, kupuj z powrotem tanio”). Jeśli się to uda, będzie to oznaczało, że spekulant sprawił, że ceny papierów wartościowych są mniej niestabilne i popchnął je w kierunku ich przyszłych cen szybciej, niż stałoby się to bez jego interwencji.

Pokaże to prosty przykład. Załóżmy, że spekulant widzi, że akcje firmy „Acme Panele Słoneczne” są obecnie sprzedawane po 10 dolarów za akcję. Ale

spekulant wierzy, że w ciągu miesiąca wybuchnie wojna z Iranem i że inni uczestnicy rynku nie doceniają skali tego zjawiska. Spekulant jest przekonany, że cena baryłki ropy poszybkuje do 200 dolarów, co pociągnie za sobą wzrost cen akcji firm produkujących alternatywną energię.

Spekulant postanawia więc zakupić akcje Acme, których cenę (10 dolarów) uważa za mocno zaniżoną. Jego agresywna strategia kupowania doprowadza do wzrostu cen do 13 dolarów. Jeśli i kiedy wojna wybuchnie, ceny akcji Acme wzrosną do 20 dolarów za akcję. W tym momencie spekulant sprzedaje akcje, jego zysk wynosi pomiędzy 7 a 10 dolarów za akcję³.

Typowa osoba — sam Gordon Gekko w pierwszym filmie *Wall Street* — myśli, że spekulacja to gra zero-jedynkowa i że zyskowi spekulanta musi odpowiadać odpowiednia strata innych ludzi. Jest to prawda, jeżeli spojrzymy na sprawę w wąskim zakresie. Owszem, ktoś kto sprzedał akcje za 11 dolarów, „stracił” 9 dolarów, które zarobiłby, gdyby zaczekał, aż cena dobieje do 20 dolarów.

Jednakże spekulant wyświadczył jednocześnie przysługę społeczeństwu. Po pierwsze, wygładził wahania cen akcji Acme. Kupując niedoszacowane akcje, wytworzył oddolną presję na ceny (podobnie, gdyby sprzedawał przeszacowane akcje, wytworzyłby odgórną presję). Ceny akcji Acme, zamiast podskoczyć od 10 do 20 dolarów, po wybuchu wojny, wzrosły jedynie od 13 do 20 dolarów, ponieważ (w naszym przykładzie), decyzje spekulanta zlikwidowały już 30% luki.

Zmniejszając zmienność cen, spekulanci zmniejszają ryzyko inwestowania w papiery wartościowe. Na przykład niekoniecznie ktoś, kto sprzedał akcje za 11 dolarów, „stracił” 9 dolarów wobec chytrego spekulanta. Możliwe, że ta osoba musiała sprzedać swoje akcje, ponieważ właśnie straciła pracę albo wzrosło chesne jej dziecka. Tym samym, dzięki zachowaniu spekulanta, osoba ta wzbogaciła się — chciała sprzedać udziały, nawet gdy ich cena wynosiła 10 dolarów za akcję.

Ogólnie rzecz biorąc, oczekując pewnych zmian w przyszłości i przenosząc te oczekiwania na ceny papierów wartościowych, spekulanci nagradzają nawet długoterminowych inwestorów, czyli tych, którzy są pozytywnie postrzegani przez społeczeństwo (w przeciwieństwie do

³ Więcej przykładów: [Oil Speculators: Bad or Good](#) Roberta P. Murphy’ego i [Stone-Age Banking, Anti-Speculation and Rescuing the Euro](#) Anthony’ego de Jasaya w Library of Economics and Liberty. Powiązany podcast na EconTalk: [Mike Munger on Middlemen](#)

krótkoterminowych, szukających łatwego zarobku spekulantów). Załóżmy, że instytucjonalny inwestor myśli, że znalazł silną firmę, która będzie płacić wysokie dywidendy i działać przez przynajmniej 20 lat. To spekulanci nie pozwolą dziennej cenie akcji odchylić się za bardzo od długofalowego trendu. Jeżeli zapanuje panika finansowa i akcjonariusze zaczną wyprzedawać akcje, to pojawią się spekulanci, by zatamować krwawienie i zakupić udziały po wyprzedajowych cenach.

To pokazuje, że spekulanci dostarczają płynności rynkowi papierów wartościowych i sprawiają, że długoterminowym inwestorom bardziej opłaca się odrobić zadanie domowe i inwestować w firmy, które mają perspektywy na przyszłość. Dużym zagrożeniem takiej inwestycji jest brak płynności — inwestor może być zmuszony do sprzedaży i zaakceptowania niższej ceny, niż mógłby uzyskać w przyszłości. Spekulanci łagodzą to zagrożenie. Jeśli cena akcji spadnie poniżej jej wartości, wtedy właśnie spekulant ma bodziec do działania.

Następstwa dla polityki

Teraz, kiedy przedstawiliśmy już usługi oferowane przez spekulantów, możemy wyciągnąć dwa wnioski dotyczące polityki rządu. Po pierwsze, wyżej opisany mechanizm samonaprawiający jest osłabiany przez bailout korporacji „zbyt wielkich, by upaść”. To właśnie rządowe bailouty mogą zmienić spekulację w coś szkodliwego.

Nasza argumentacja nie może wykluczyć możliwości pojawiania się bańek spekulacyjnych. Jeśli spekulanci myślą, że ceny akcji firmy XYZ podskoczą z 20 do 30 dolarów, w krótkim okresie prowadzi to do samospełniającego się proroctwa. Wzrost cen akcji XYZ zachęca coraz więcej ludzi do spekulacji, co jeszcze bardziej przyspiesza ten proces.

Pomimo że bańki mogą się pojawiać na wolnym rynku, to gdy taka zaczyna się rozwijać, spekulanci mogą coraz więcej zyskać poprzez sprzedaż akcji. To pomaga popchnąć ceny w dół, zmniejszając intensywność bańki i przybliżając ceny do ich długookresowego, „prawdziwego” poziomu. To prawda, że spekulanci mogą osiągać krótkookresowe zyski poprzez podtrzymywanie nietrwałego boomu, ale prawdą jest również, że jeśli nie uciekną w odpowiednim momencie, to rynek ich ukarze stratami. Co więcej, ich straty będą proporcjonalne do tego, jak „sztuczna” stała się cena z bańki.

Ten istotny mechanizm kontrolny jest zaburzony przez rządowe bailouty lub inne formy interwencji — zaprojektowane, by ponownie „nadmuchać” bańki

po tym, jak pękły. Biorąc na siebie część bólu, związanego z pogorszeniem się gospodarki, rządy likwidują jedyny rynkowy sposób dyscyplinowania spekulantów.

Drugim, mniej oczywistym efektem jest to, że regulacje, które miały powstrzymać inwestorów-drapieżców, krzywdzą akcjonariuszy i zmniejszają efektywność ekonomiczną. Rozważmy rzekomo najgorszy możliwy scenariusz, gdy spekulant kupuje za pożyczone pieniądze pakiet kontrolny firmy, zwalnia wszystkich pracowników i sprzedaje wszystkie aktywa. Żeby zobaczyć, dlaczego taka sytuacja może być korzystna, rozważmy, jakie przedsiębiorstwa są wrażliwe na tego typu ataki: takie, których cena zakupu na rynku papierów wartościowych jest niższa niż wartość aktywów pomniejszonych o zobowiązania.

Inaczej mówiąc, drapieżny inwestor zyskuje na rozwiązaniu przedsiębiorstwa tylko wtedy, gdy może sprawić, by jego aktywa — fabryki, inwentarz, narzędzia itd. — znalazły się w posiadaniu innych firm, gdzie będą bardziej produktywne.

Granice różnych firm nie są przypadkowe — istnieją ekonomiczne przesłanki, dla których Google posiada dużą moc obliczeniową, a Bayer laboratoria odpowiednie do badań nad lekami. W ekstremalnych przypadkach, kiedy branża szybko się zmienia lub zarząd jest wyjątkowo nieudolny, odpowiednim ruchem jest rozwiązanie firmy i przeniesienie jej zasobów ze stosunkowo nieefektywnej organizacji w inne miejsca, gdzie będą bardziej użyteczne. Chociaż ten proces jest wyjątkowo bolesny dla pracowników, w wolnym społeczeństwie zwolnienia są jedynym sposobem zasygnalizowania, że siła robocza jest wykorzystywana bardzo nieefektywnie.

Kiedy już zrozumiemy istotną rolę, jaką odgrywa rynek papierów wartościowych i (udana) spekulacja, argumenty za rządową interwencją na rynkach finansowych znacznie słabną.