

# recenzje

**Dariusz T. Dziuba: *Borsa tradizionale contra elettronico. Alternatywne rynki finansowe, Seria: Studia informatyki gospodarczej, Katedra Informatyki Gospodarczej i Analiz Ekonomicznych WNE UW oraz Nowy Dziennik, Warszawa 2004.***

*Borsa tradizionale contra elettronico* — pod takim tytułem ukazała się interesująca książka profesora Dariusza T. Dziuby — pracownika naukowo-dydaktycznego Wydziału Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego.

Według słów Autora (s. 7)

przedmiotem rozważań [...] pracy są alternatywne rynki instrumentów finansowych, a zwłaszcza papierów wartościowych.

Autor opisuje specyfikę elektronicznych systemów komunikacji na rynkach finansowych — giełdach i rynkach pozagiełdowych, głównie w aspekcie rynku akcji.

Już treść wprowadzenia, otwierającego książkę, zachęca czytelnika do jej przestudiowania. Autor pisze (s. 7):

Rynki finansowe, w tym kapitałowe, dynamicznie się zmieniają, zauważalne są na nich istotne zmiany strukturalne. Swoista rewolucja finansowa jest skutkiem gwałtownej implementacji IT i zmian regulacyjnych. Na rynkach finansowych zachodzi ostra konkurencja w dostępie do różnorodnych kanałów dystrybucyjnych instrumentów finansowych i systemów handlowych [...] Zmieniają więc oblicze współczesnych giełd, będąc dla nich istotnym wyzwaniem konkurencyjnym).

Autor rozwija pięć kluczowych kwestii:

- Rola współczesnych technologii informacyjnych w kształtowaniu się alternatywnych rynków instrumentów finansowych.
- Ewolucja rynków giełdowych.
- Stopień automatyzacji współczesnych giełd.
- Obrót papierami wartościowymi w warunkach dostępności współczesnych technologii informacyjnych.
- Perspektywy rozwoju alternatywnych rynków papierów wartościowych i tzw. *e-usług*.

Książka składa się ze wstępu, dziesięciu rozdziałów tematycznych oraz zakończenia. Na uwagę zasługuje bogaty spis źródeł, na których Autor oparł swoje rozważania, a także dwa aneksy, w których zostały opisane dwie giełdy: giełda kupiecka w Elblągu oraz wybrane giełdy towarowe w Polsce.

W rozdziale pierwszym (*Elektroniczne usługi finansowe e-finance w warunkach globalizacji*) Autor przedstawia obraz elektronicznych usług finansowych i perspektywy ich rozwoju w warunkach upowszechniania się tendencji do globalizacji w sferze gospodarki, zwłaszcza wskazuje perspektywy i bariery rozwoju tych tendencji w kontekście rozwoju współczesnych technologii informacyjnych. Na początku rozdziału Dziuba wprowadza termin *e-finance*, co ułatwia czytelnikowi śledzenie toku rozumowania Autora. Podkreśla, że brakuje jednoznacznej i powszechnie akceptowanej definicji tego pojęcia. Toteż proponuje własną interpretację:

*e-finance* można określić jako realizację dowolnych transakcji/usług finansowych w formie elektronicznej poprzez sieci komputerowe (s. 13),

dodając, że termin ten trzeba interpretować nie tylko jako owe procesy transakcyjno-usługowe, lecz także rynki finansowe, będące miejscem ich realizacji.

Odnotowuje kształtowanie się szeregu nowych zjawisk w tej dziedzinie, jak:

- Zauważalna tendencja do integracji sfery finansowej przedsiębiorstw z innymi segmentami rynku.
- Zacieranie się granic między sferami bankowości, informacji, handlu i płatności i postępująca konwergencja bankowości, giełd, ubezpieczeń.
- Dynamizm tych procesów, przejawiający się już nie tylko w ich globalizacji, lecz wręcz we wszechświatowym zasięgu, określanym czasami jako totalitaryzm finansowy.

Skutki są wielorakie:

- skrócenie czasu ekonomicznego, czyli przyspieszenie procesów ekonomicznych (decyzje ekonomiczne mogą być podejmowane w bardzo krótkim czasie);
- redukcja kosztów zawierania transakcji, m.in. dzięki eliminacji pośredników;
- przyspieszenie procesów przetwarzania i wymiany informacji.

Doprowadziło to do zasadniczych zmian w funkcjonowaniu banków, giełd i innych instytucji finansowych. Sfera finansów staje się niemal w całości elektroniczna. Ilustrują to dane podane w tabelach zamieszczonych w książce.

W rozdziale drugim (*Giełdy i ich archetypy w perspektywie ewolucyjnej*) Dziuba przedstawia giełdę jako instytucjonalną formę rynku kapitałowego, wyróżniając kilka segmentów, przede wszystkim rynek pieniężny oraz rynek kapitałowy. Rynek kapitałowy obejmuje transakcje długoterminowe i realizuje główną swoją funkcję: finansowanie inwestycji. Jego instytucjami są m.in. giełdy i rynki pozagiełdowe. W rozdziale tym Dziuba podaje definicje i interpretacje giełdy oraz jej cechy i funkcje: jest to wyspecjalizowany rynek formalny obrotu instrumentami finansowymi z zachowaniem przyjętych zasad, do których należy upublicznienie zasad i transakcji.

Z punktu widzenia historycznego jedną z głównych funkcji giełdy jest kreowanie miejsca spotkania kupca i sprzedawcy, na którym ustalane są ceny i ilości instrumentów finansowych (s. 28).

Interesującym wątkiem w tym rozdziale jest rys historyczny rozwoju giełd na świecie. Dziuba podaje pochodzenie terminu giełda (*bourse*) oraz szkicuje rys historyczny rozwoju giełd, poczynając od form przedgiełdowych (jarmarki i targi). Uzupełnieniem tekstu są ilustracje graficzne giełd różnych autorów, które Dziuba gromadzi jako swoje hobby.

Interesujący jest podrozdział czwarty, w którym Autor opisuje rozwój giełd na ziemiach polskich. Odnotowuje, że archetypem giełd polskich są bractwa kupieckie — tzw. gildie. Pierwszą giełdą stała się giełda w Gdańsku. O jej istnieniu świadczą dokumenty z końca XVI wieku. Istniała ona w Domu Artusa do końca II wojny światowej. Z wieku XVI znana była też giełda toruńska, także z siedzibą w Domu Artusa. Natomiast w Warszawie na początku giełda mieściła się w Pałacu Saskim, potem na Placu Bankowym. Wreszcie w XIX wieku została przeniesiona na ulicę Królewską.

W końcu rozdziału Autor podaje chronologię powstawania giełd, poczynając od archetypu giełdy paryskiej z początku XII wieku, aż do giełdy na wyspie Madras, powstałej w roku 1937. Odnotowuje, że od 70. ubiegłego stulecia giełdy zaczęły opierać swoją działalność na bazie technologii informatycznych, dając początek nowej formie ich funkcjonowania.

Rozdział trzeci (*IT w generowaniu alternatywnych rynków handlowych — ujęcie ewolucyjne*) Autor rozpoczyna od analizy wpływu ewolucji technologii informatycznych i informatycznych na rozwój giełdy. Podkreśla, że od początku decydujące znaczenie miała szybkość wymiany informacji. Ważne znaczenie ma także asymetryczny rozkład informacji.

Te dwa czynniki: asymetria informacji i szybkość jej wymiany — stanowią ważne czynniki kształtujące procesy na giełdzie. Ogólną charakterystykę ilustruje rozwojem Nowojorskiej Giełdy Papierów Wartościowych NYSE.

W kolejnych dwóch podrozdziałach przedstawia genezę i rozwój komputeryzacji obrotu giełdowego oraz giełdy elektroniczne w warunkach globalizacji. Trzeci podrozdział zawiera refleksje Autora w sprawie roli technologii informacyjnych w kształtowaniu się giełd. Dziuba analizuje te funkcje giełdy, które względnie łatwo poddają się automatyzacji i skutki takiej automatyzacji. Zwraca uwagę nie tylko na skutki pozytywne, jak na przykład eliminacja operacji wątpliwych oraz ogólna redukcja kosztów, lecz także skutki negatywne, jak wysokie koszty.

Kolejny, czwarty rozdział (*Mechanizmy funkcjonowania giełd papierów wartościowych. Giełdy tradycyjne versus elektroniczne*) bezpośrednio nawiązuje do tematu założonego w tytule: do analizy skutków wykorzystania współczesnych technologii informacyjnych w funkcjonowaniu giełd. Dziuba zaznacza, że do końca lat 60. ubiegłego stulecia giełdy funkcjonowały na bazie ręcznie realizowanych procedur przetwarzania informacji. Dopiero początek lat 70. można uznać za rozwój zastosowań różnorodnych rozwiązań informatycznych w tym obszarze. W tym rozdziale Autor nie tylko odnotowuje te fakty, lecz także przedstawia różne modele obrotu giełdowego, podkreślając, że takie modele można wyróżnić na podstawie różnych kryteriów. W swojej pracy w charakterze takiego kryterium Autor wyróżnia sposób prowadzenia giełdy i w konsekwencji — sposób ustalania cen na parkiecie giełdowym. W drugim podrozdziale zaś zajmuje się modelami giełd bezparkietowych — giełd opartych na technologiach informacyjnych. Interesujący jest w tym kontekście przykład Nowojorskiej Giełdy Papierów Wartościowych.

Rozdział piąty (*Alternatywne systemy komunikacji i obrotu giełdowego*) i szósty (*Alternatywne rynki ECN w rozwoju e-finance*) zostały poświęcone analizie alternatywnych systemów komunikacji. Szczególną uwagę Autor poświęcił elektronicznej komunikacji (*ECN — Electronic Communication Network*). Technologia ta spowodowała rozwój wielu aplikacji praktycznych w zakresie obrotu giełdowego. Pojawiły się Alternatywne Systemy Handlowe (*ATS — Alternative Trading Systems*). Autor przedstawia genezę i koncepcję oraz typologię systemów opartych na technologii ECN. Opisuje także zasady funkcjonowania, zalety oraz ograniczenia ECN. Dziuba traktuje ECN jako podstawę dla systemów ATS. Wymienia i charakteryzuje podstawowe modele biznesowe ATS.

Interesujący jest rozdział siódmy (*Technologia ECN — praktyczne aspekty funkcjonowania*). Czytelnik znajdzie w nim charakterystykę dziesięciu systemów opartych na technologii ECN, z podaniem okresu rozpoczęcia funkcjonowania tych systemów, właściciela oraz wskazaniem podstawowych elementów strukturalnych. Szczególną uwagę Autor poświęcił systemowi Instinet — elektronicznej sieci komunikacji finansowej Reutersa.

W rozdziale ósmym (*Bezpośrednia oferta publiczna akcji w środowisku internetowym*) Czytelnik znajdzie analizę zmian w rozwiązaniach w zakresie publicznego obrotu akcjami w środowisku internetowym, zapoczątkowanym w latach 90. ubiegłego stulecia wraz z rozwojem Internetu, szczególnie w zakresie jego wykorzystania w procesach emisji akcji, tworzącym alternatywny rynek handlu papierami wartościowymi. Przed pojawieniem się tego rodzaju rozwiązań niemożliwe było dokonywanie transakcji giełdowych bez pośrednictwa biur maklerskich. Internet wyeliminował to ograniczenie i spowodował powstanie wirtualnych biur maklerskich. Pojawiły

się internetowe pierwotne oferty publiczne oraz rynek wtórny poza tradycyjnymi biurami maklerskimi. Autor podaje interesujący przykład pierwszej emisji akcji, przeprowadzonej bezpośrednio za pomocą Internetu przez właściciela małego amerykańskiego browaru — Spring Street Brewing Company Inc. i przedstawia skutki, jakie wywarł ten pozytywny przykład w obrocie papierami wartościowymi. Rozdział podsumowują wnioski w sprawie korzyści i ograniczeń giełd opartych na wykorzystaniu Internetu.

W rozdziale dziewiątym (*Alternatywne platformy handlu elektronicznego obligacjami i innymi instrumentami finansowymi*) Dziuba rozpatruje obligacje i ich typologię, potem zaś zajmuje się obligacjami elektronicznymi. Jeżeli na początku obligacje miały formę dokumentu w postaci kawałka

zapisanej kartki, wykonanej z dobrej jakości papieru, a nadruk na niej sporządzony był tak, aby uniemożliwić podrobienie

(s. 123), to

wraz z upowszechnieniem się techniki komputerowej obligacje zaczęły przyjmować formę zdematerializowaną.

Pojawiły się e-obligacje. W kolejnym podrozdziale Autor opisuje przykład Banku Światowego jako pierwszego emisarusa e-obligacji (początek 2000 roku),

które zostały uznane przez amerykańską prasę finansową za dobry początek nowego tysiąclecia (s. 126).

W podsumowaniu rozdziału Autor przedstawia korzyści tej formy obligacji oraz zastanawia się nad skutkami ujemnymi. Analiza jest interesująca. Czytelnik sam będzie mógł wyrobić własny pogląd w ten kwestii po zapoznaniu się z przemyśleniami Dziuby.

W rozdziale 10 (*Technologie e-commerce a rynki finansowe*) Dziuba szkicuje jedną

z możliwych dróg rozwojowych *e-finance*, ideę wszechobecnego i uniwersalnego handlu elektronicznego (s. 141).

Przedstawia koncepcję tzw. *u-commerce*, czyli wszechobecnego, uniwersalnego handlu elektronicznego, umożliwiającego realizację transakcji handlowych

z dowolnego miejsca (*anywhere*), w dowolnym czasie (*at any time*) i poprzez dowolne urządzenie (*any device*) (s. 141).

Szczególnie interesujący jest podrozdział drugi, w którym Autor opisuje ewolucję handlu elektronicznego z różnymi odmianami i rodzajami, budowanymi na bazie szeroko rozwiniętej technologii informatycznej i telekomunikacyjnej, z wykorzystaniem wszystkich możliwych form prezentacji informacji: tekstowej, dźwiękowej i graficznej. Formuluje też wnioski w sprawie korzyści ekonomicznych oraz ograniczeń wynikających z rozwoju zastosowań *e-finance*.

Książkę kończy rozdział *Zakończenie*, w którym Autor dokonuje podsumowania swojej analizy. Wynika z niej przede wszystkim, że rozwój zastosowań współczesnych *TI* zaostrza konkurencję między firmami, a także pomiędzy poszczególnymi krajami. Ale dodaje, że

automatyzacja i elektronizacja rynków kapitałowych wydaje się być sprawą przesądzoną, a zastanawiać się można jedynie nad tempem tego procesu (s. 152).

Oprócz zakończenia Czytelnik znajdzie w książce interesujące dwa aneksy. W pierwszym została opisana giełda kupiecka w Elblągu, w drugim zaś — proces tworzenia się giełd towarowych w Polsce.

## Recenzje

Lektura książki nasunęła mi pewne wątpliwości:

- Obecność dużej liczby terminów angielskich. To prawda, że one już istnieją i są poręczne, natomiast brakuje polskich odpowiedników. Ale też ten właśnie fakt stawia przed polskimi autorami wyzwanie: znaleźć odpowiedniki polskie, by własny język uchronić przed nadmiernym „wzbogacaniem” o neologizmy zrozumiałe tylko dla wąskiej grupy specjalistów z danej dziedziny. W ten sposób język traci swoją wewnętrzną spójność.
- Tytuł w języku włoskim jest zarazem atrakcyjny, jak i nieco mylący: ktoś,

kto nie zna włoskiego, może wcale nie sięgnąć po tę interesującą i pożyteczną książkę, natomiast czytelnik posługujący się językiem włoskim będzie rozczarowany, ponieważ cały tekst został napisany po polsku.

Dobrym uzupełnieniem byłaby jakaś wizja Autora w sprawie ewolucji Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych.

Mimo tych kilku uwag pragnę zachęcić Czytelnika do zapoznania się z nader interesującą książką Dariusza T. Dziuby.

**prof. dr hab. Bogdan Stefanowicz**