

## Znaczenie i rola zaufania na rynku finansowym

### 1. Wprowadzenie

Rynek finansowy jest miejscem, na którym są zawierane transakcje kupna i sprzedaży różnych form kapitału pieniężnego, na różne terminy w oparciu o instrumenty finansowe<sup>1</sup>. W przeciwieństwie do rynku rzeczywistych towarów i usług, rynek finansowy odnosi się do tego, co niematerialne, czyli do obietnic i zobowiązań. Kontrakty finansowe zyskują sens i wartość w określonym przez system prawny kontekście interpretacyjnym. Budowane w ten sposób zaufanie dotyczy nie tylko samego aktu transakcji, ale również wszystkiego, co ją poprzedza i co z niej wynika. Niezależnie od tego, jak rynek jest zorganizowany i regulowany, to właśnie zachowanie rynkowych graczy buduje lub niszczy poziom tego zaufania. Pomiedzy powstałym w ten sposób poziomem nieformalnym a kształtowanym przez regulacje prawne poziomem formalnym istnieje delikatna, trudna do zarysowania równowaga<sup>2</sup>. Aby rynek finansowy mógł się rozwijać i pełnić swoje funkcje, konieczne jest zrozumienie, zbudowanie oraz ochrona **zaufania do rynku**<sup>3</sup>.

Celem niniejszego artykułu jest próba przedstawienia problemu zaufania uczestników rynku finansowego do tego rynku. Bazując na kategoriach społeczno-psychologicznych autorzy będą starali się odnieść problem zaufania do kryteriów ekonomicznych związanych z funkcjami rynku finansowego, obejmujących takie cechy rynku jak zmienność, płynność, efektywność informacyjna oraz koszt pozyskania kapitału.

### 2. Znaczenie zaufania w kontekście kapitału społecznego

W dzisiejszej rzeczywistości gospodarczej, szczególnie w obliczu ostatniego kryzysu finansowego *subprime*, związanej z nim gwałtownej dekonjunkury gospodarczej oraz postępującej niepewności i ryzyk w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, istotnego znaczenia

---

<sup>1</sup> Pojęcie to jest nieostry. Część źródeł za rynek finansowy uznaje rynek pieniężny, depozytowo-kredytowy, walutowy, terminowy i kapitałowy ([http://gpw.pl/pub/files/PDF/foldery/rynek\\_finansowy\\_edu.pdf](http://gpw.pl/pub/files/PDF/foldery/rynek_finansowy_edu.pdf)). W innych publikacjach elementy składowe rynku finansowego to rynek pieniężny, kredytowy, walutowy, instrumentów pochodnych oraz kapitałowy (J. Ostaszewski (red), *Finanse*, Difin, Warszawa 2013, s. 498).

<sup>2</sup> P. H. Dembinski, *Finanse po zawale. Od euforii finansowej do gospodarczego ładu*, Studio Emka, Warszawa 2012, s. 55.

<sup>3</sup> Ściślej mówiąc chodzi tutaj o pewien obraz rynku rozumiany jako postrzeganie określonych instrumentów finansowych przez uczestników tego rynku; A. Błażnio-Parzych, *Kryminalizacja manipulacji instrumentami finansowymi*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 291.

nabiera kwestia wzajemnego zaufania pomiędzy uczestnikami rynku finansowego<sup>4</sup>. Kategoria zaufania stanowi też jeden z najważniejszych elementów **kapitału społecznego**, odgrywającego istotną rolę w procesie rozwoju społeczno-gospodarczego współczesnych państw<sup>5</sup>. Problematyka zaufania oraz kapitału społecznego jest przedmiotem badań wielu dziedzin nauki, włączając w to m.in. psychologię, socjologię, kulturoznawstwo czy ekonomię<sup>6</sup>. Interdyscyplinarność tych kategorii badawczych, choć niewątpliwie może stanowić o ich atrakcyjności, powoduje jednak pewne problemy z przyjęciem jednородnej definicji tych terminów.

D. Rousseau i inni podkreślają, że zaufanie odzwierciedla chęć bycia wrażliwym na potrzeby innych, opartą na pozytywnych doświadczeniach wynikających z działań lub zamiarów drugiej strony<sup>7</sup>. T. Ishaya i L. Macaulay definiują **zaufanie** jako stan odnoszący się do pewnych pozytywnych oczekiwań dotyczących czyichś motywów działania w stosunku do kogoś w sytuacji pewnego ryzyka<sup>8</sup>. A. Giddens w swojej koncepcji „późnej nowoczesności” traktował zaufanie jako wiarę, że świat materialny i społeczny, łącznie z podstawowymi parametrami jaźni i tożsamości społecznej, są takie, jakie się jawią<sup>9</sup>. Wreszcie, według P. Sztompki zaufanie, na które składają się przekonanie i oparte na nim działanie, jest zakładem podejmowanym na temat niepewnych przyszłych działań innych ludzi<sup>10</sup>. P. Sztompka wyróżnia dodatkowo siedem rodzajów zaufania: interpersonalne, społeczne, publiczne, technologiczne, konsumpcyjne, systemowe i uogólnione<sup>11</sup>. Na gruncie życia gospodarczego istotne jawi się zaufanie interpersonalne i społeczne (np. kierowane do przedsiębiorców i instytucji finansowych), technologiczne (związane z funkcjonowaniem urzędów i systemów technicznych) oraz konsumpcyjne (kierowane do zakupionych dóbr, marek bądź usług publicznych).

Pojęcie **kapitału społecznego** zostało wprowadzone do literatury przez P. Bourdie<sup>12</sup>, a następnie rozpowszechnione przez J. Colemana<sup>13</sup>. Podobnie jak w przypadku zaufania, istnieje również wiele definicji tego terminu. W artykule tym skupimy się na jednej, najczęściej przytaczanej definicji kapitału społecznego autorstwa R. Putnama, który pisał, że kapitał spo-

<sup>4</sup> A. Szelągowska, *Zaufanie, kapitał społeczny a finansowanie niskoczynszowego mieszkalnictwa*, „Zarządzanie i Finanse”, 4/2012, s. 285-294.

<sup>5</sup> R. Putnam, *Demokracja w działaniu*, Znak, Kraków 1995; Sztompka P., *Zaufanie – fundament społeczeństwa*. Znak, Kraków 2009.

<sup>6</sup> T. Zieliński, *Zaufanie jako regulator decyzji ekonomicznych*, „Management and Business Administration”, 4/2012, s. 73-91.

<sup>7</sup> D. Rousseau, S. Sitkin, R. Burt, C. Camerer, *Not so Different after all: A Cross Discipline View of Trust*. Academy of Management Review 23/2008, s. 121-134.

<sup>8</sup> T. Ishaya, L. Macaulay, *The role of trust in virtual teams*, s. 111, <http://www.virtualorganization.net>.

<sup>9</sup> A. Giddens, *Konsekwencje nowoczesności*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2008, s. 65.

<sup>10</sup> P. Sztompka, *Zaufanie – fundament społeczeństwa*. Znak, Kraków 2009, s. 25.

<sup>11</sup> P. Sztompka, *op. cit.*, s. 31.

<sup>12</sup> P. Bourdieu, *The forms of capital*, [w:] John C. Richardson (red.), *Handbook of theory and research of sociology of education*, Greenwood Press, New York, Westport, Connecticut, London 1986, s. 117-142.

<sup>13</sup> J. Coleman, *Foundations of social theory*, Harvard University Press 1990.

łeczny odnosi się do takich cech organizacji społeczeństwa, jak zaufanie, normy i powiązania, które mogą zwiększyć sprawność społeczeństwa ułatwiając skoordynowane działania. Kapitał społeczny, jak każdy inny rodzaj kapitału, jest produktywny, ponieważ stanowi warunek konieczny osiągania pewnych celów. Przykładowo grupa, której członkowie wykazują, że są godni zaufania i ufają innym, będzie w stanie osiągnąć znacznie więcej niż porównywalna grupa, w której brak jest zaufania<sup>14</sup>. Innymi słowy, wartość kapitału społecznego opiera się na wzajemnych relacjach i sieciach społecznych oraz zaufaniu jednostek, które dzięki niemu mogą osiągać więcej korzyści, zarówno z ekonomicznego, jak i społecznego punktu widzenia. Dodatkowo, jak zauważył F. Fukuyama, kapitał społeczny, oznaczający umiejętność współpracy międzyludzkiej w obrębie grup i organizacji, jest niezbędnym elementem społeczeństwa obywatelskiego oraz, w przeciwieństwie do kapitału finansowego, **kapitał społeczny nie zmniejsza się w czasie użytkowania, lecz przeciwnie – pomnaża się**<sup>15</sup>.

Kapitał społeczny może przybierać różne formy, czasem mające jednak niekoniecznie pozytywny wpływ na rozwój społeczny. W późniejszych pracach R. Putnam wprowadził bowiem rozróżnienie pomiędzy **kapitałem społecznym wiążącym (*bonding*)** i **pomostowym (*bridging*)**<sup>16</sup>. Ten pierwszy odnosi się do więzi pomiędzy członkami jednej grupy społecznej, natomiast kapitał pomostowy dotyczy sieci powiązań pomiędzy osobami należącymi do różnych społeczności. Zbyt duże nasilenie kapitału wiążącego może prowadzić do wielu negatywnych skutków obejmujących m.in. tendencje członków danej grupy społecznej do wykluczania osób nie należących do grupy własnej, silne stereotypy i nieufność wobec członków innych grup społecznych oraz stosowanie przez grupę przymusu i ograniczenie swobody osób funkcjonujących w jej sieci kapitału społecznego.

### 3. Rola kapitału społecznego w zaufaniu do rynku finansowego

Jak pokazują badania wielu polskich autorów, **poziom zaufania**, a w szczególności **poziom kapitał społeczny w Polsce jest bardzo niski** i stabilny w czasie, tj. jedynie ok. 10% społeczeństwa polskiego ma zaufanie do innych ludzi oraz instytucji publicznych w porównaniu, na przykład, do ok. 70% w krajach skandynawskich<sup>17</sup>. Choć wynika to z wielu uwarunkowań historyczno-politycznych, na uwagę zasługuje specyficzny wzorzec budowania

---

<sup>14</sup> R. Putnam, *Demokracja w działaniu*, Znak, Kraków 1995, s. 258.

<sup>15</sup> F. Fukuyama, *Zaufanie: kapitał społeczny a droga do dobrobytu*, PWN, Warszawa 1997.

<sup>16</sup> R. Putnam, *Demokracja w działaniu* (wyd. 2), Znak, Kraków 2002.

<sup>17</sup> J. Czapiński, T. Panek (red.), *Diagnoza Społeczna. Warunki i Jakość życia Polaków*, Warszawa 2005; M. Kempny, *O uwarunkowaniach dynamiki polskich przemian: kapitał społeczny – słabe czy silne więzi?* [w:] H. Domański, A. Ostrowska, A. Rychard (red.), *Niepokoje polskie*, IFiS PAN Warszawa 2004, s. 143-170.

sieci społecznych w Polsce, wspólny dla wielu innych krajów bloku postsocjalistycznego, oparty na **sieciach społecznych złożonych z członków rodziny i najbliższych przyjaciół**. Zdaniem K. Growiec wzorzec ten przypomina sposób tworzenia sieci społecznych w południowych Włoszech, opartych na klanie, rodzinie, religii katolickiej i silnym promowaniu interesu grupy własnej<sup>18</sup>. Tymczasem w krajach skandynawskich (Dania, Norwegia, Finlandia) oraz w takich państwach jak Stany Zjednoczone, Kanada, Australia czy Nowa Zelandia sieci społeczne w większym stopniu tworzone są z jednostek spoza rodziny i znajomych<sup>19</sup>.

Jak zauważyli J. Czapiński i T. Panek, zbyt niski poziom kapitału społecznego może uniemożliwić Polsce prawidłowy rozwój gospodarczy, bowiem **kapitał społeczny jest jednym z najważniejszych, pozaekonomicznych źródeł i uwarunkowań rozwoju ekonomicznego**<sup>20</sup>. Tymczasem wysoki stopień awersji do współpracy oraz wzajemnej nieufności wśród Polaków stanowi bardzo charakterystyczny i niezmienny wyróżnik polskiego społeczeństwa. Według K. Growiec<sup>21</sup> w okresie socjalizmu dominującą formą kapitału społecznego w Polsce i jednocześnie sposobem radzenia sobie ze skutkami braku demokracji, gospodarki niedoboru oraz nasilonej niepewności był kapitał wiążący, oparty na silnych więziach rodzinnych i promowaniu grupy własnej, przy niemalże niewykształconym kapitale pomocowym, a więc zaufaniu do osób należących do różnych społeczności. Taka sytuacja utrzymała się do dziś, mimo zmiany ustroju polityczno-gospodarczego, a za jedną z przyczyn wskazuje się właśnie **utrzymujący się niskim poziomem zaufania społecznego w Polsce**.

Dodatkowo w literaturze wskazuje się na mechanizm wzajemnego sprzężenia zwrotnego pomiędzy niskim poziomem zaufania społecznego a brakiem chęci rozbudowywania sieci społecznych poza najbliższą rodzinę, krewnych i znajomych<sup>22</sup>. Jest to widoczne szczególnie w polskim społeczeństwie, gdzie niemal od wieków pielęgnowana jest silna identyfikacja z rodziną i narodem oraz brak identyfikacji z tym, co istnieje pomiędzy, a co S. Nowak<sup>23</sup> nazwał zjawiskiem „próżni społecznej”. Polacy, w porównaniu np. do obywateli krajów skandynawskich, bardzo rzadko angażują się w działalność w organizacjach, sporadycznie dążą do działań w imię szeroko pojmowanego dobra wspólnego oraz charakteryzują się stosunkowo dużym zamknięciem na nowe doświadczenia czy kontakt z obcymi kulturami<sup>24</sup>. Choć to się

---

<sup>18</sup> K. Growiec, *Związek między sieciami społecznymi a zaufaniem społecznym*, „Psychologia Społeczna”, 4/2009, s. 55-66.

<sup>19</sup> A. Alesina, P. Giuliano, *The power of family*, Working paper, 2750, Harvard University 2007.

<sup>20</sup> J. Czapiński, T. Panek (red.), *Diagnoza Społeczna. Warunki i Jakość życia Polaków*, Warszawa 2010.

<sup>21</sup> K. Growiec, *op. cit.*, s. 55-66.

<sup>22</sup> M. Kempny, *op. cit.*, s. 143-170.

<sup>23</sup> S. Nowak, *Ciągłość i zmiana tradycji kulturowej*, PWN, Warszawa 1989, *passim*.

<sup>24</sup> J. Czapiński, T. Panek (red.), *Diagnoza Społeczna. Warunki i Jakość życia Polaków*, Warszawa 2011.

powoli zmienia, to jednak wyżej wspomniane czynniki są odpowiedzialne za bardzo niski poziom kapitału społecznego w Polsce.

#### 4. Jak rozumieć zaufanie na rynku finansowym?

W szerszym ujęciu zaufanie do rynku budowane jest w oparciu o poczucie bezpieczeństwa. Wynika ono z zapewnienia uczestnikom rynku dostępu do efektywnego mechanizmu rynkowego, pozwalającego na zawieranie transakcji po najlepszych cenach, gwarantowaniu rozliczeń tych transakcji oraz nienaruszalności praw do posiadanych instrumentów finansowych. **Zaufanie do rynku finansowego podlega ochronie prawnej** gwarantowanej przez instytucję państwa<sup>25</sup>, jako niezbędne do jego efektywnego funkcjonowania.

Zasadniczy problem polega na tym, że zaufanie jako kategorię subiektywną trudno jest skwantyfikować za pomocą obiektywnego aparatu matematycznego. W literaturze spotkać można nieliczne próby ilościowego podejścia do kategorii zaufania do rynku finansowego. Na Indiana University przeprowadzono badania nad wpływem poziomu zaufania do rynku, związanego z nieuprawnionym wykorzystywaniem informacji poufnych (zwanym potocznie **insider tradingiem**), na policzalny koszt pozyskiwania kapitału na tym rynku. Badacze dowiedli, że wzmożenie intensywności ścigania zakazanego prawnie insider tradingu doprowadziło do spadku kosztów emisji kapitału o ok. 5%<sup>26</sup>. Stało się tak, ponieważ efektywny zakaz insider tradingu<sup>27</sup> przeciwdziałał zjawisku negatywnej selekcji, przez co inwestorzy wymagali niższej premii za ryzyko i wyżej wyceniali kapitał<sup>28</sup>.

Z kolei inni badacze analizujący wpływ insider tradingu na rynek dowodzą, że eliminacja insider tradingu zwiększa zaufanie inwestorów do rynku kapitałowego, zwiększając jego płynność, zmniejszając koszty transakcyjne outsiderów i prowadząc do spadku kosztów pozyskiwania przez spółki kapitału na giełdzie<sup>29</sup>. Jak widać w obydwu przypadkach rosnące zaufanie do rynku finansowego przełożono na spadek kosztów (pozyskiwania) kapitału.

---

<sup>25</sup> Art. 2 ustawy z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. 2006 Nr 157 poz. 1119 z późn zm.) mówi, że celem nadzoru nad rynkiem finansowym jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania tego rynku, jego stabilności, bezpieczeństwa oraz przejrzystości, **zaufania do rynku finansowego**, a także zapewnienie ochrony interesów uczestników (...) poprzez rzetelną informację dotyczącą funkcjonowania rynku.

<sup>26</sup> Na tle rynku polskiego taką różnicę kosztów emisji można uznać za istotną. Koszty debiutu na polskiej giełdzie wahają się w zależności od aktualnej koniunktury na rynku i wynosiły przeciętnie od 4,3% (2007), 7% (2008) do 10% (2009). W 2008 r. przeciętne koszty emisji wyniosły 7%, w 2004 4,43%. Osobliwym rekordzista jest spółka IZNS debiutująca w 2008 r. – jej koszty emisji przekroczyły przychody trzykrotnie; por.: C. Adamczyk, *rekordowe koszty emisji*, „Parkiet”, 11.01.2010.

<sup>27</sup> Zakaz efektywny to taki, który jest skutecznie egzekwowany (są wymierzone kary).

<sup>28</sup> U. Bhattacharya, H. Daouk, *The Word Price of Insider Trading*, Kelley School of Business, Indiana University, January 2000.

<sup>29</sup> L. Harris, *Trading & Exchanges*, Oxford University Press 2003, s. 591.

W literaturze znaleźć można również stwierdzenie, że rozwój rynków finansowych jest silnie skorelowany z rozległymi **obowiązkami informacyjnymi** spoczywającymi na emitentach oraz relatywnie niskim ciężarem dowodzenia faktów przez inwestorów żądających od emitentów rekompensaty za zaniedbania informacyjne<sup>30</sup>. Jak wynika z raportu brytyjskiej jednostki rządowej City of London<sup>31</sup>, rzetelnie prowadzona **polityka informacyjna** na rynku finansowym redukuje asymetrię informacyjną uczestników rynku, powodując wzrost zaufania inwestorów do rynku, redukcja niepewności na rynku, zmniejszenie ryzyka i kosztów kapitału. Szerszy zakres informacji dostępnych uczestnikom rynku wpływa na obniżenie kosztów monitorowania rynku oraz poszukiwania niezbędnych informacji przez jego uczestników, a tym samym redukuje ich oczekiwania odnośnie zwrotu z inwestycji (w związku z redukcją kosztów). **Rynki bardziej transparentne rozwijają się zatem lepiej, bo wyższe obowiązki informacyjne oznaczają lepszą ochronę interesów inwestorów**<sup>32</sup>.

## 5. Skutki erozji zaufania do rynku finansowego

Skutki wszelkich naruszeń zasad obrotu na rynku finansowym można ujmować w **kategoriach normatywnych** (strata ekonomiczna). Efektywny rynek finansowy nie wytwarza żadnego kapitału, lecz pozwala go jedynie rozdzielać i dystrybuować w gospodarce. W przypadku wszelkiego rodzaju naruszeń zasad funkcjonowania rynku, korzyść jednej strony transakcji finansowej koresponduje zatem ze stratą drugiej, rozumianą nie zawsze dosłownie, lecz często jako koszt utraconych możliwości<sup>33</sup>. Skutki naruszeń zasad obrotu można też postrzegać w **kategoriach socjologicznych**, ponieważ mogą prowadzić do pewnych uszczerbków nie podlegających co do zasady wycenie. Jedną z takich wartości jest **zaufanie inwestorów do rynku finansowego**, które zależy od tego, jak bardzo inwestorzy wierzą, że gra rynkowa odbywa się według uczciwych reguł przestrzeganych przez wszystkich jej uczestników<sup>34</sup>.

Tradycyjne sposoby zawierania transakcji na rynku finansowym, oparte na wzajemnym zaufaniu stron transakcji i dwustronnych stosunkach umownych, zostały współcześnie w większości wyparte przez transakcje realizowane z użyciem systemów. Silna informatyzacja

---

<sup>30</sup> F. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer, *What Works In Securities Laws?*, "The Journal of Finance", February 2006, s. 1.

<sup>31</sup> Raport Assessing the Effectiveness of Enforcement and Regulation; <http://www.cityoflondon.gov.uk/business/economic-research-and-information/research-publications/Pages/Assessing-the-Effectiveness-of-Enforcement-and-Regulation.aspx> (dostęp 10.01.2014).

<sup>32</sup> *Wzmocnienie ochrony uczestników rynku kapitałowego*, Raport UKNF, Luty 2011, s. 3.

<sup>33</sup> Z punktu widzenia prawa inwestor może zarówno ponieść szkodę rzeczywistą (łac. *damnum emergens*) jak i szkodę związaną z utraconymi korzyściami (łac. *lucrum cessans*). Szkodę może np. ponieść inwestor, który zbyt szybko sprzedał akcje.

<sup>34</sup> A. Błachnio-Parzych, *op. cit.*, s. 211-214.

pozbawiła rynek finansowy czynnika ludzkiego, przez co rynek ten uległ znacznej anonimizacji a liczba jego uczestników stała się niemal nieograniczona. Ten ewidentny postęp z jednej strony poprawił funkcjonalność rynku, zapewniając większą koncentrację popytu i podaży (lepsze ceny), z drugiej jednak sprawił, że dla niektórych osób zasady obrotu stały się w pewnym sensie mniej przejrzyste (bardziej skomplikowane). Ogromna liczba potencjalnych stron transakcji na rynku finansowym sprawiła, że indywidualne warunki transakcji wystandaryzowano i zastąpiono ogólnymi regulacjami prawnymi, których przestrzeganie ma gwarantować zaufanie do rynku finansowego.

Przewrotnie jednak współczesny dawca kapitału nie zawsze jest w stanie samodzielnie bronić się przed skutkami oszustw, bo często ich nie dostrzega lub nie rozumie, tracąc zaufanie do nowego rynku finansowego. Kiedyś kupiec przed zakupem dobra dokonywał jego gruntownej weryfikacji. Dziś, przed zakupem określonego instrumentu finansowego, inwestor sprawdza przeważnie poprawność kwoty na ekranie komputera przed wciśnięciem klawisza ENTER lub weryfikuje, czy na kilkunastu stronach załączników do umowy odpowiednio się podpisał. Inwestor, nie będąc w stanie dokonać samodzielnej oceny, ogólnie przyjmuje założenie o prawidłowości funkcjonowaniu rynku i jego bezpieczeństwie. Warunki te muszą mu zatem zostać zapewnione na **poziomie instytucjonalnym**.

Niestety, przekazywane przez środki masowego przekazu przypadki oszustw, nieuczciwych pośredników finansowych, manipulacji instrumentami finansowymi czy wykorzystywania informacji poufnych burzą zaufanie do rynku finansowego. Spadek zaufania do konkretnej instytucji finansowej może doprowadzić w skrajnych przypadkach nie tylko do jej upadłości, ale również do zaburzeń całego rynku finansowego, czego przykładem jest upadłość SKOK w Wołominie<sup>35</sup>. W ostatnich latach do najważniejszych nieprawidłowości i zdarzeń wpływających na poziom zaufania do rynku finansowego zaliczyć należy m.in.:

- działający w oparciu o schemat piramidy finansowej<sup>36</sup> parabank AmberGold<sup>37</sup>,
- instytucje finansowe wprowadzające klientów w błąd w procesie podejmowania decyzji o lokowaniu środków w tzw. polisolokaty<sup>38</sup> i ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe<sup>39</sup>,

---

<sup>35</sup> Po aresztowaniu zarządu SKOK w Wołominie i wprowadzeniu przez KNF Zarządu Komisarzyckiego, KNF złożył wniosek o upadłość w związku z utratą możliwości regulowania zobowiązań przez kasę. Powodem utraty płynności finansowej było m.in. wycofywanie się deponentów i wstrzymanie spłat przez kredytobiorców po ujawnieniu przez media licznych nieprawidłowości w funkcjonowaniu kasy. Bankowy Fundusz Gwarancyjny wypłacił ok 2,2 mld zł gwarantowanych depozytów, co nie pozostanie bez wpływu na wysokość składki na BFG w kolejnych latach; zob. <http://www.ekonomia.rp.pl/artukul/1164404.html>.

<sup>36</sup> Jest to tzw. schemat Ponziego; więcej zob. M. Dusza, *Najgroźniejsze przestępstwa giełdowe. Implikacje i sposoby przeciwdziałania*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2011, passim

<sup>37</sup> <http://www.tvn24.pl/wiadomosci-z-kraju,3/prokuratura-bliski-koniec-sledztwa-ws-amber-gold,501485.html>

- instytucje finansowe oferujące nieuczciwe pożyczki (w tym tzw. „chwilówki”)<sup>40</sup>,
- instytucje finansowe oferujące tzw. toksyczne opcje walutowe<sup>41</sup> oraz kredyty walutowe.

Zasadniczym kontrargumentem dla temu podobnych negatywnych działań instytucji finansowych mogłaby być długoterminowa nieopłacalność takich zachowań, porównywalna do odcinania gałęzi, na której się siedzi. Niestety, nie zawsze długoterminowy „zdrowy rozsądek” przewycięża **krótkowzroczną chciwość**. Słabości rynku finansowego doszukiwać się można w tzw. **short-termism**, czyli dążeniu do osiągnięcia krótkookresowych zysków za pomocą różnego rodzaju algorytmów i modeli finansowych, nie zaś w oparciu o budowanie trwałych relacji i zaufania do drugiej strony transakcji<sup>42</sup>, czyli **kapitału społecznego**. Niskie zaufanie społecznie do instytucji finansowych wynika zarówno z licznych w ostatnich latach spektakularnych upadłości w tym sektorze, konieczności wspomagania wielu instytucji ze środków publicznych (tj. na koszt podatników), a także przykładów sprzecznych z prawem lub nieetycznych postaw pracowników<sup>43</sup>, o których już wcześniej wspomniano.

Uczestnictwo w rynku finansowym związane jest z podejmowaniem dwóch ryzyk, tj. **ryzyka systematycznego** (czynniki makroekonomiczne) oraz **ryzyka specyficznego** (czynniki mikroekonomiczne). Każdy inwestor powinien być świadom konsekwencji swoich błędnych decyzji, wynikających jedynie z niewłaściwej oceny zdobytych informacji, nie zaś oszustwa drugiej strony transakcji. Wszelkiego rodzaju naruszenia prawa na rynku finansowym powodują wzrost ryzyka systematycznego, którego próbę modyfikacji mogą podjąć jedynie instytucje odpowiedzialne za bezpieczeństwo rynku.

Przekazywanie środków finansowych powinno być na tyle sformalizowane, aby ich dawcy byli świadomi wszystkich ryzyk związanych ze zwrotem tych środków. Innymi słowy, dawca skłonny jest ponieść ryzyko inwestycji wtedy, kiedy będzie miał możliwość jej spieniężenia oraz że nastąpi to po godziwej cenie, tj. ustalonej zgodnie z niezakłóconymi prawami wolnego rynku. Występowanie wspomnianych negatywnych zjawisk zmusza inwestorów do uwzględnienia dodatkowego ryzyka w ich decyzjach i szukanie alternatywnych źródeł loko-

---

<sup>38</sup> Pokłosiem skarg klientów tych instytucji były kary nałożone przez Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów ([http://www.uokik.gov.pl/aktualnosci.php?news\\_id=11255](http://www.uokik.gov.pl/aktualnosci.php?news_id=11255)) a także wprowadzenie przez Polską Izbę Ubezpieczeń rekomendacji bancassurance (<http://www.piu.org.pl/rekomendacje>).

<sup>39</sup> Klienci instytucji finansowych skarżyli się przeważnie na tzw. produkty regularnego oszczędzania, o wieloletnim horyzoncie inwestycyjnym i z bardzo wysokimi opłatami likwidacyjnymi.

<sup>40</sup> Reakcją na skargi klientów nieuczciwych firm pożyczkowych oraz parabanków była kampania społeczna „Zanim Podpiszesz” - <http://www.zanim-podpiszesz.pl/>.

<sup>41</sup> <http://www.pb.pl/3417041,10161,banki-zaplaca-firmom-miliardy-zl-za-toksyczne-opcje-walutowe>

<sup>42</sup> Marek Belka do bankowców: A teraz powiem o was prawdę, „Dziennik Gazeta Prawna”, 06.02.2015.

<sup>43</sup> P. Wiśniewski, *Kapitał ludzki jako kluczowy element sukcesu światowych instytucji zbiorowego inwestowania* [w:] Bartkowiak R., Wachowiak P. (red.), *Wiedza i bogactwo narodów, Kapitał ludzki, globalizacja i regulacja w skali światowej, Zarządzanie*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013, s. 154-156.



wania nadwyżek finansowych poza rynkiem finansowym. Efektem jest m.in. wzrost kosztów kapitału na rynku pierwotnym<sup>44</sup> i ogólny spadek płynności rynków wtórnych. Erozja zaufania do rynku finansowego powoduje samymi spadkiem obrotów i zainteresowania rynkiem, na którym trudniejsza staje się mobilizacja kapitału. Pozostali na rynku inwestorzy, dostrzegając zacinający się mechanizm rynkowy, wycofują się i pozbawiają rynek finansowy racji bytu<sup>45</sup>.

## 6. Wpływ regulacji na stopień zaufania do rynku finansowego

Wszelkie naruszenia prawa na rynku finansowym skutecznie demotywują potencjalnych nowych uczestników rynku jako dawców kapitału. Rozwojowi rynku i budowaniu zaufania do niego towarzyszyć muszą zatem takie **rozwiązania prawno-instytucjonalne, które nadążą za aktualnymi praktykami rynkowymi (wynikającymi m.in. z ewolucji zjawisk ekonomicznych) i po odpowiednim procesie rozpoznawczym wyeliminują te, które będą powszechnie uznane za szkodliwe.**

Uzasadnieniem silnej regulacji rynków finansowych na poziomie instytucjonalnym jest przesłanka, że jedynie w ten sposób można korygować niedoskonałości rynku. Zgodnie z **teorią interesu publicznego**<sup>46</sup> ingerencja w funkcjonowanie rynku stanowić ma swoiste remedium na pewne praktyki rynkowe czyniące rynek mniej efektywnym i **niszczące zaufanie jego uczestników**, np. oszustwa, monopole, manipulacje i asymetrie informacji (według teorii zjawiska te wynikają z nieefektywnego mechanizmu samoregulacji). Gdy rynek nie jest w stanie funkcjonować w oparciu o samoregulację, konieczna jest **regulacja paternalistyczna**, oparta o szeroką interwencję publiczną w zasady funkcjonowania rynku<sup>47</sup>.

Z drugiej strony, twórcy **chicagowskiej teorii regulacji** wskazują, że korzyści z publicznej regulacji nie zawsze przewyższają jej koszty ponoszone przez część uczestników rynku<sup>48</sup>. Przeregulowanie może szkodzić funkcjonalności i efektywności rynku finansowego, wpływać na nadmierne zwiększanie kosztów pozyskiwania kapitału, kosztów transakcyjnych

---

<sup>44</sup> Aby zobrazować w inny sposób koszty pozyskania warto zwrócić uwagę na usługę tzw. **subemisji inwestycyjnej**. Usługa taka polega na zakupie na własny rachunek przez pewien podmiot (najczęściej firmę inwestycyjną organizującą emisję) tej części papierów wartościowych, na jakie nie złożono zapisów w terminie ich przyjmowania. W przypadku nieefektywnego rynku finansowego koszty subemisji w połączeniu z kosztami emisji sensu stricto mogą na tyle podrożyć całe przedsięwzięcie, że oferta publiczna przestaje być dla przedsiębiorstwa atrakcyjnym źródłem finansowania.

<sup>45</sup> J. Eichelberger, *Das Verbot der Marktmanipulation*, Duncker & Humblot, Berlin 2006, s. 65.

<sup>46</sup> Teoria zakłada, że rynki pozostawione same sobie stają się, dlatego konieczna jest interwencja państwa jako neutralnego arbitra. Twórcą teorii był A. Pigou. Współcześnie jest ona poddawana krytyce; por. S. Djankov, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer, *op. cit.*, *passim*.

<sup>47</sup> Ideą tej regulacji jest osiągnięcie przez rynek celów wyznaczanych przez państwo a nie celów indywidualnych, które mogą mieć charakter irracjonalny. Publiczna maksymalizacja użyteczności daje lepszy efekt niż suma użyteczności indywidualnych. Ponadto państwo, będąc kluczowym uczestnikiem rynku i reprezentując głosy większości inwestorów, gwarantuje stabilność systemu.

<sup>48</sup> R. Söderström, *Regulating Market Manipulation*, Uppsala Faculty of Law Working Paper 2011:1, s. 25-27.

oraz kosztów prawnych, zaburzając tym samym mechanizm alokacji kapitału<sup>49</sup>. Uczestnicy takiego przeregulowanego rynku nie uzyskują na nim oczekiwanych korzyści ekonomicznych wynikających z zaufania akcjonariuszy<sup>50</sup>. Normatywne regulacje prawne powinny wytyczać granicę oddzielającą maksimum wolnego rynku od maksimum bezpieczeństwa<sup>51</sup>.

Choć współczesne rynki finansowe są silnie uregulowane, pojawiają się głosy co do liberalizacji i redukcji bezpośredniego wpływu państwa na ekonomię poprzez **samoregulację**<sup>52</sup>. Zaletą samoregulacji<sup>53</sup> w stosunku do aktów normatywnych jest fakt, że uczestnicy rynku postępują zgodnie z własnymi, narzuconymi przez siebie regułami, co ma stanowić wyraz znajomości rynku i jego dojrzałości. Przykładowo, giełdy powinny same dążyć do eliminacji szkodliwych zjawisk, aby przyciągać budować zaufanie wśród nowych inwestorów<sup>54</sup>. Ponadto emitenci papierów wartościowych powinni bezinteresownie dążyć do upubliczniania wszystkich informacji, aby łatwiej pozyskiwać kapitał, ponieważ brak informacji oznacza informację najgorszą z możliwych<sup>55</sup>. Samoregulacja wydaje się również wpisywać w **działalność o charakterze edukacyjnym**, która ma ogromne znaczenie dla budowania świadomości uczestników rynku finansowego na temat potencjalnych zagrożeń rynku i tym samym budowaniu zaufania do tego rynku.

Jako **przykłady samoregulacji** na polskim rynku kapitałowym wymienić można regulaminy tworzone przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie na zarządzanych przez nią rynkach. Zarząd wraz z Radą GPW uchwalają ponadto **Dobre Praktyki Spółek** notowanych na GPW<sup>56</sup>. Tego rodzaju kodeksy i reguły, określane jako zasady **corporate governance**, zajmują jednakże miejsce pomiędzy „rynkiem” a „prawem” („regulacją”)<sup>57</sup>.

---

<sup>49</sup> I. Chojecka, *Wpływ naruszeń zasad uczciwego obrotu giełdowego na kształt rynków kapitałowych*, rozprawa doktorska, SGH 2011, s. 29.

<sup>50</sup> *Warunki i kierunki naprawy polskiego rynku kapitałowego. Raport sporządzony przez niezależną grupę obserwatorów i praktyków polskiej gospodarki*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, 5/2003, s. 31-32.

<sup>51</sup> P. Wajda, P. Wajda, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 45.

<sup>52</sup> R. Söderström, *op. cit.*, s. 6.

<sup>53</sup> Samoregulację rozumieć można jako pozostawianie pewnych spornych kwestii do rozwiązania określonemu środowisku, które spontanicznie i samoistnie tworzy normy społeczne stanowiące odpowiedź na dane zjawisko.

<sup>54</sup> D. R. Fischel, D. J. Ross, *Should the law prohibit Manipulation In financial markets?*, “Harvard Law Review”, XII 1991, s. 549.

<sup>55</sup> F. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer, *op. cit.*, s. 1.

<sup>56</sup> Celem regulacji jest umacnianie transparentności spółek giełdowych, wzmocnienia praw akcjonariuszy również w materii nieregulowanej przez prawo, poprawa jakości komunikacji spółek z inwestorami oraz nie stwarzanie obciążeń dla spółek giełdowych nierównoważonych korzyściami z wynikającymi z potrzeb rynku; por. <http://www.corp-gov.gpw.pl/publications.asp>.

<sup>57</sup> Z jednej strony nie oddają one całkowicie inicjatywy w kształtowaniu praktyk rynkowych, z drugiej zaś nie mają mocy wiążącej właściwej przepisom ustawowym. Oznacza to, że fakt obowiązywania pewnej reguły jest okolicznością, którą można bez większego trudu zweryfikować; zob. M. Cejmer, M. Chruściński, A. Opalski, K. Opustil, T. Sójka, R. Stroiński, Ch. Teichmann, *Europejskie prawo spółek, t. III, Corporate Governance*, Kraków 2006, s. 45 za A. Błachnio-Parzych, *op. cit.*, s. 252.

Jedną z form regulacji polega na wykorzystaniu bodźców ekonomicznych skłaniających uczestników rynku do pożądanego zachowania, zwana *incentive based regulation*. Stosuje się ją w dziedzinach, gdzie koszty kontroli zgodności są stosunkowo wysokie<sup>58</sup>. Inną formą stanowi regulacja *command and control*, polegająca na określaniu pewnych reguł postępowania, których przestrzeganie przez uczestników rynku jest na bieżąco monitorowane i związane z określonymi konsekwencjami.

Teoretycznie zatem eliminacja zjawisk niepożądanych miałyby następować na zasadzie piętnowania ich twórców przez pozostałych uczestników rynku. Zderzenie tego założenia z dotychczasową praktyką wypada jednak błado. Najświeższym przykładem może być kryzys *subprime* zapoczątkowany w USA, gdzie liberalizacja przepisów prawa i pozostawienie swobody samoregulacyjnej uczestnikom dojrzałego rynku finansowego nie ustrzegła gospodarki amerykańskiej i światowej przed poważnymi perturbacjami. Innym przykładem fiaska samoregulacji jest *insider trading*<sup>59</sup>, gdzie po wieloletniej dyskusji ekonomistów, etyków i prawników większość jurysdykcji postanowiła oficjalnie zakazać tej praktyki ze względu na szkodliwy wpływ na zaufanie inwestorów do rynku<sup>60</sup>.

Współcześnie ekonomiści zdają się rozumieć, że rynek nie funkcjonuje w sposób doskonały i że pewne jego odgórne ograniczenia na poziomie instytucjonalnym istotnie ograniczają ryzyko systemowe i zmniejszają koszty transakcyjne<sup>61</sup>. Ponadto, im bardziej skomplikowane są określone stosunki gospodarcze, tym większy profesjonalizm wymagany jest od jego uczestników. Rynek finansowy ma jednak to do siebie, że mimo iż zrozumienie zachodzących na nim procesów nie należy do zadań najłatwiejszych, to z założenia dostęp do niego mają niemal wszyscy. Powszechność tego dostępu warunkuje wysoką konkurencję, którą niektórzy starają się wykorzystać w nieuczciwy sposób dla własnych celów. O ile w innych sferach obrotu gospodarczego rozważać można dopuszczalność reguły *caveat emptor*<sup>62</sup>, o tyle ogromna liczba uczestników rynku powinna skłonić regulatora do ustanawiania pewnych odgórnych zasad postępowania.

---

<sup>58</sup> A. Błachnio-Parzych, *op. cit.*, s. 269-270.

<sup>59</sup> Insider trading to sprzeniewierzenie/przywłaszczenie sobie informacji należących do emitenta, stanowiące nadużycie jego zaufania. Jest to nawiązanie do tzn. *misappropriation theory*; por. A. Lange, *Reputationsrisiko Insiderhandel und Marktmanipulation*, „Sonderheft Risk & Compliance, Risiko Manager“ 1/2008, s. 30-36.

<sup>60</sup> Wprowadzenie ograniczeń dotyczących insider tradingu wyłącznie na poziomie korporacyjnym (a nie prawa krajowego) byłoby rozwiązaniem nieefektywnym. Ponadto pracownikom trudno byłoby karać kolegów i zwalczać zjawisko, które byłoby dla nich potencjalnie korzystne; por. L. Harris, *op. cit.*, s. 591.

<sup>61</sup> Ł. Hardt, *Nie wymieniajmy tak szybko podręczników do ekonomii*, Rzeczpospolita, 21.09.2009, s. B10.

<sup>62</sup> W języku łacińskim oznacza to "niech kupujący się strzeże". Chodzi tutaj o zasadę ograniczonej dobrej wiary w obrocie handlowym, obowiązującej np. w systemie anglosaskim.

Rozwój rynków finansowych oparty jest w coraz większym stopniu na **procesach globalizacyjnych**. Rynki poszczególnych krajów unifikują się ze sobą instytucjonalnie tworząc wspólne płaszczyzny obrotu oparte o wystandaryzowane instrumenty. Rynki, aby zachęcać nowych inwestorów, muszą wzbudzać zaufanie poprzez efektywne zwalczanie zjawisk uznanych powszechnie za negatywne (np. insider trading i manipulacje instrumentami finansowymi). Sukces na tym polu wymaga m.in. kooperacji, przejrzystości, uniformizacji zasad obrotu i przekazywania informacji a także eliminacji pewnych typów transakcji (np. nagiej krótkiej sprzedaży)<sup>63</sup>. Unifikacja instytucjonalna może być osiągnięta tylko dzięki **odgórnemu narzuceniu formalnych zasad postępowania**. Rynki finansowe nie rozwijałyby się tak szybko, gdyby opierały się wyłącznie na samoregulacji<sup>64</sup>.

Regulacja instytucjonalna nie może jednak postępować wyłącznie w celu maksymalizacji zaufania inwestorów do rynku kosztem zaś ograniczania funkcji rynku. Zaufanie do rynku nie jest równoznaczne z jego efektywnością. Hipotetycznie, gdyby regulatorowi udało się stworzyć rynek, na którym nie występują żadne naruszenia, inwestorzy czuliby się na nim bezpieczni, jednakże nie byłby on dla nich atrakcyjny za względu na nadmiernie rozbudowane mechanizmy kontrolne i obowiązki raportowania. **Regulator tworząc prawo powinien zatem skupić się na funkcjach rynku a nie na zaufaniu inwestorów do niego, ponieważ zaufanie do rynku nie jest funkcją rynku**. Co więcej, zaufanie do rynku nie może również oznaczać eliminacji ryzyka, bo to właśnie ryzyko jest kołem zamachowym rozwoju rynku<sup>65</sup>.

## 7. Podsumowanie

Za M. Czapińskim i T. Pankiem<sup>66</sup> warto wskazać na kilka sposobów zwiększania ogólnego zaufania Polaków, co przełożyłoby się na wyższy poziom kapitału społecznego. Wydaje się, że kluczem do tego jest reforma edukacji, począwszy od nauczania elementarnego, gdzie nacisk wciąż postawiony jest na indywidualistyczny sposób nauczania, a nie promowanie współpracy wśród uczniów. Po drugie, bardziej przejrzysty system polityczno-prawny, a przede wszystkim bardziej efektywny wymiar sprawiedliwości mogłby zwiększyć poziom zaufania Polaków do instytucji publicznych. W końcu, nie bez znaczenia są również bodźce natury stricte ekonomiczno-finansowej kierowane do przedsiębiorców, na przykład w

---

<sup>63</sup> M. G. Pickholz, J. Pickholz, „Manipulation”, *Journal of Financial Crime*, 11/2001, s. 137.

<sup>64</sup> F. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer, *op. cit.*, s. 27.

<sup>65</sup> R. Söderström, *op. cit.*, s. 33-34.

<sup>66</sup> J. Czapiński, T. Panek (red.), *Diagnoza Społeczna. Warunki i Jakość życia Polaków*, Warszawa 2011.

postaci bardziej przejrzystego prawa podatkowego, które zwiększyłyby wiarę w sens podejmowania działań przedsiębiorczych.

Zaufanie do rynku należy budować ustanawiając mechanizmy prawne gwarantujące bezpieczeństwo obrotu przy dążeniu do zapewnienia wszystkim jego uczestnikom równości, w szczególności pod kątem dostępu do istotnych informacji cenotwórczych, na które inwestorzy są bardzo wrażliwi. Szeroko rozumiane i wpływające na przejrzystość rynku obowiązki informacyjne a także efektywnie działający system penalizacji wspólnie wpływają na wzrost zaufania do rynku finansowego. Efektem końcowym jest spadek kosztów inwestycji, co ma pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy i poziom zatrudnienia<sup>67</sup>.

Sukces na tym polu wymaga m.in. kooperacji, przejrzystości, uniformizacji zasad obrotu i przekazywania informacji a także ograniczaniu pewnych potencjalnie groźnych typów instrumentów<sup>68</sup>, np. niesymetrycznych opcji walutowych, kredytów walutowych czy długoterminowych produktów regularnego oszczędzania z wysokimi opłatami wyjścia. Unifikacja instytucjonalna może być osiągnięta tylko dzięki odgórnemu narzuceniu formalnych zasad postępowania. Rynki finansowe nie rozwijałyby się tak szybko, gdyby opierały się wyłącznie na samoregulacji<sup>69</sup>. Prawo i regulacje instytucjonalne mają zatem kluczowe znaczenie dla rozwoju rynku i ochrony jego uczestników.

## 8. Bibliografia

- 1) Alesina A, Giuliano, P., *The power of family*, Working paper, 2750, Harvard University 2007.
- 2) *Analiza Centrum fur Europäische Politik: Sankcje Karne za wykorzystywanie informacji poufnych i manipulacje na rynku*, 09.01.2012, <http://www.for.org.pl/pl/a/2058>, Analiza-CEPSankcje-karne-za-wykorzystywanie-informacji-poufnych-i-za-manipulacje-na-rynku.
- 3) Bhattacharya U., Daouk H., *The Word Price of Insider Trading*, Kelley School of Business, Indiana University, January 2000.
- 4) Błachnio-Parzych A., *Kryminalizacja manipulacji instrumentami finansowymi*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- 5) Bourdieu, P., The forms of capital, [w:] John C. Richardson (red.), *Handbook of theory and research of sociology of education*, Greenwood Press, New York, Westport, Connecticut, London 1986, s. 117–142.
- 6) Chojecka I., *Wpływ naruszeń zasad uczciwego obrotu giełdowego na kształt rynków kapitałowych*, rozprawa doktorska, SGH 2011

---

<sup>67</sup> *Analiza Centrum fur Europäische Politik: Sankcje Karne za wykorzystywanie informacji poufnych i manipulacje na rynku*, 09.01.2012, <http://www.for.org.pl/pl/a/2058>, Analiza-CEPSankcje-karne-za-wykorzystywanie-informacji-poufnych-i-za-manipulacje-na-rynku, s. 3.

<sup>68</sup> M. G. Pickholz, J. Pickholz, *op. cit.*, s. 137.

<sup>69</sup> F. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer, *op. cit.*, s. 27.

- 7) Coleman, J., *Foundations of social theory*, Harvard University Press 1990.
- 8) Czapiński, J., Panek, T. (red.), *Diagnoza Społeczna. Warunki i Jakość życia Polaków*, Warszawa 2005.
- 9) Czapiński, J., Panek, T. (red.), *Diagnoza Społeczna. Warunki i Jakość życia Polaków*, Warszawa 2010.
- 10) Czapiński J., Panek T. (red.), *Diagnoza Społeczna. Warunki i Jakość życia Polaków*, Warszawa 2011.
- 11) Dembinski P. H., *Finanse po zawale. Od euforii finansowej do gospodarczego ładu*, Studio Emka, Warszawa 2012.
- 12) Dusza M., *Najgroźniejsze przestępstwa giełdowe. Implikacje i sposoby przeciwdziałania*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2011.
- 13) Eichelberger J., *Das Verbot der Marktmanipulation*, Duncker & Humblot, Berlin 2006.
- 14) Fischel D. R., Ross D., Should the law prohibit Manipulation In financial markets?, "Harvard Law Review", XII 1991.
- 15) Fukuyama F., *Zaufanie: kapitał społeczny a droga do dobrobytu*, PWN, Warszawa 1997.
- 16) Giddens A., *Konsekwencje nowoczesności*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2008.
- 17) Growiec, K., *Związek między sieciami społecznymi a zaufaniem społecznym*, „Psychologia Społeczna”, 4/2009, s. 55-66.
- 18) Hardt Ł., *Nie wymieniamy tak szybko podręczników do ekonomii*, „Rzeczpospolita”, 21.09.2009, s. B10.
- 19) Harris L., *Trading & Exchanges*, Oxford University Press 2003.
- 20) <http://www.ekonomia.rp.pl/artukul/1164404.html>.
- 21) <http://www.pb.pl/3417041,10161,banki-zaplaca-firmom-miliardy-zl-za-toksyczne-opcje-walutowe>
- 22) <http://www.piu.org.pl/rekomendacje>
- 23) <http://www.tvn24.pl/wiadomosci-z-kraju,3/prokuratura-bliski-koniec-sledztwa-ws-amber-gold,501485.html>
- 24) [http://www.uokik.gov.pl/aktualnosci.php?news\\_id=11255](http://www.uokik.gov.pl/aktualnosci.php?news_id=11255)
- 25) <http://www.zanim-podpisesz.pl/>.
- 26) Ishaya T, Macaulay L., *The role of trust in virtual teams*, <http://www.virtualorganization.net>.
- 27) Kempny, M., *O uwarunkowaniach dynamiki polskich przemian: kapitał społeczny – słabe czy silne więzi?* [w:] H. Domański, A. Ostrowska, A. Rychard (red.), *Niepokoje polskie*, IFiS PAN Warszawa 2004, s. 143-170.
- 28) La Porta F., Lopez-de-Silanes F., Schleifer A., *What Works In Securities Laws?*, "The Journal of Finance", February 2006.
- 29) *Marek Belka do bankowców: A teraz powiem o was prawdę*, „Dziennik Gazeta Prawna”, 06.02.2015.
- 30) Nowak, S., *Ciągłość i zmiana tradycji kulturowej*, PWN, Warszawa 1989.
- 31) Ostaszewski J. (red), *Finanse*, Difin, Warszawa 2013.
- 32) Pickholz M. G., Pickholz J., *Manipulation*, "Journal of Financial Crime", 11/2001.
- 33) Putnam, R., *Demokracja w działaniu* (wyd. 2), Znak, Kraków 2002.
- 34) Putnam, R., *Demokracja w działaniu*, Znak, Kraków 1995.

- 35) Raport Assessing the Effectiveness of Enforcement and Regulation; <http://www.cityoflondon.gov.uk/business/economic-research-and-information/research-publications/Pages/Assessing-the-Effectiveness-of-Enforcement-and-Regulation.aspx>.
- 36) Raport Assessing the Effectiveness of Enforcement and Regulation; <http://www.cityoflondon.gov.uk/business/economic-research-and-information/research-publications/Pages/Assessing-the-Effectiveness-of-Enforcement-and-Regulation.aspx>
- 37) Rousseau D., Sitkin S., Burt R., Camerer C., *Not so Different after all: A Cross Discipline View of Trust*. Academy of Management Review 23/2008, s. 121-134.
- 38) Söderström R., *Regulating Market Manipulation*, Uppsala Faculty of Law Working Paper 2011:1,; <http://www2.statsvet.uu.se/LinkClick.aspx?fileticket=IUrG0ZEU%2Btc%3D&tabid=3159&language=en-US>
- 39) Szelągowska, A., *Zaufanie, kapitał społeczny a finansowanie niskoczynszowego mieszkalnictwa*, Zarządzanie i Finanse, 4/2012, s. 285-294.
- 40) Sztompka P., *Zaufanie - Fundament społeczeństwa*, Znak, Kraków 2007.
- 41) Sztompka P., *Zaufanie – fundament społeczeństwa*. Znak, Kraków 2009.
- 42) Ustawa z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz. U. 2006 Nr 157 poz. 1119 z późn zm.
- 43) Wajda P., *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- 44) *Warunki i kierunki naprawy polskiego rynku kapitałowego. Raport sporządzony przez niezależną grupę obserwatorów i praktyków polskiej gospodarki*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, 5/2003.
- 45) Wiśniewski P., *Kapitał ludzki jako kluczowy element sukcesu światowych instytucji zbiorowego inwestowania* [w:] Bartkowiak R., Wachowiak P. (red.), *Wiedza i bogactwo narodów, Kapitał ludzki, globalizacja i regulacja w skali światowej*, Zarządzanie, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013, s. 154-156.
- 46) *Wzmocnienie ochrony uczestników rynku kapitałowego*, Raport UKNF, Luty 2011.
- 47) *Wzmocnienie ochrony uczestników rynku kapitałowego*, Raport UKNF, Luty 2011
- 48) Zieliński, T., *Zaufanie jako regulator decyzji ekonomicznych*, „Management and Business Administration”, 4/2012, s. 73-91.