

Sławomir Czetwertyński

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

IMPLIKACJE INTERNETOWEJ BAŃKI SPEKULACYJNEJ W DOBIE SIECIOWYCH RYNKÓW KAPITAŁOWYCH

Streszczenie: W niniejszym artykule podjęto próbę oceny implikacji internetowej bańki spekulacyjnej w dekadę po jej „pęknięciu”. Przedstawiono tu przebieg kształtowania się bańki spekulacyjnej na przykładzie spółek określanych mianem dot.comów. Zajęto się również identyfikacją możliwych źródeł jej powstania i poszukiwano odpowiedzi na pytanie odnośnie do pozytywnych i negatywnych skutków jej zaistnienia. W ostatniej części artykułu omówiono wpływ bańki internetowej na aktualny kształt branży internetowej.

Słowa kluczowe: internetowa bańka spekulacyjna, rynki kapitałowe, informacjonizm, Internet.

1. Wstęp

A. Kaletsky¹ na początku 2000 r. w swojej prognozie gospodarczej przewidywał załamanie na rynku akcji spółek ogólnie kojarzonych z branżą internetową [Begg, Fischer, Dornbusch 2007, s. 447]. Jego przewidywania były o tyle szokujące, że w okresie tym odnotowywano niespotykane zwwyżki. Poprzedni rok został zamknięty przy rekordowych cenach akcji takich spółek, jak Yahoo! Inc., Amazon.com Inc. lub Microsoft Corp. Praktycznie wszyscy specjaliści zajmujący się doradztwem inwestycyjnym rekomendowali zakup udziałów w firmach mniej lub bardziej związanych z Internetem. Przeświadczenie o niepohamowanym wzroście gospodarczym napędzanym innowacjami w technologiach komunikacyjnych wyrażali nawet tak poważni ekonomiści jak R. Dornbusch [Dornbusch 1998]. W 1998 r. pisał on, że gospodarka Stanów Zjednoczonych weszła w okres dynamicznego rozwoju gospodarczego i najprawdopodobniej nie doświadczy recesji przez wiele następnych lat [Dornbusch 1998, s. 1].

Przewidziane przez A. Kaletsky’ego nagłe załamanie na rynku akcji przedsiębiorstw branży internetowej stało się tym bardziej dotkliwe, że praktycznie pociąg-

¹ Redaktor ekonomiczny magazynu „The Times”. Uznany za jednego z najznamienitszych komentatorów rzeczywistości gospodarczej [Times Newspapers Ltd.... 2010].

nęło za sobą osłabienie całej branży związanej z nowoczesnymi technologiami. Krach osiągnął zarówno spółek funkcjonujących bezpośrednio w Internecie, jak i tych, które były z nim pośrednio związane. Sytuację tę określa się obecnie mianem „pęknięcia internetowej bańki spekulacyjnej” (por. [Net Applications, *Search...* 2010, s. 22; Begg, Fischer, Dornbusch 2007, s. 447]).

W dekadę po tych wydarzeniach można próbować formułować pierwsze poważne wnioski związane z fenomenem nagłego wzrostu i jeszcze szybszego spadku cen akcji spółek branży internetowej. Co prawda dziesięć lat to relatywnie krótki okres i nie odzwierciedla długofalowych implikacji, jednak w przypadku tej branży zjawiska w niej występujące charakteryzują się zdecydowanie większą dynamiką. Stąd można uznać, że dziesięciolecie jest okresem wystarczająco reprezentacyjnym, aby móc postawić obiektywne stwierdzenia co do natury tej sytuacji i następstw, jakie wywołała.

Podstawowym celem niniejszego artykułu jest identyfikacja następstw internetowej bańki spekulacyjnej po dziesięciu latach od jej pęknięcia. Zawarto tu również próbę oceny obecnej sytuacji branży internetowej w odniesieniu do doświadczeń inwestorów z ostatniej dekady XX wieku.

Aby móc przejść do ww. zagadnień, konieczne jest również zwrócenie uwagi na mechanizm inwestycji w spółki branży internetowej oraz wykazanie rozbieżności między panującym w okresie zwykłym przekonaniem, które firmy do nich się zaliczają, a stanem faktycznym. Pozwoli to na identyfikację punktów newralgicznych związanych z błędnym przypisywaniem wysokiej wartości akcjom firm, których analiza fundamentalna na to nie wskazywała.

2. Indeks NASDAQ-100 jako wyznacznik trendu

Istotną rolę w kształtowaniu się zjawiska internetowej bańki spekulacyjnej odegrały notowania kursów akcji w ramach The NASDAQ Stock Market. NASDAQ to pozagiełdowy, regulowany rynek akcji spółek zarządzany przez The NASDAQ OMX Grup Inc. [Quittner 1995, s. 3-4]. Był to pierwszy na świecie w pełni elektroniczny system wymiany papierów wartościowych. Obecnie jest to największy na świecie rynek akcji, jeżeli brać pod uwagę wartości transakcji. Wśród notowanych na nim przedsiębiorstw znaczną pozycję mają spółki związane z nowymi technologiami. Chodzi tu głównie o elektronikę, przemysł komputerowy oraz Internet. Handluje się tu m.in. akcjami takich firm, jak: Intel Corp., Microsoft Corp., Apple Computer, Inc., Cisco Systems, Inc., Google Inc., Yahoo! Inc., AOL Inc., Amazon.com Inc. itp.

W ramach NASDAQ publikowany jest indeks giełdowy NASDAQ-100. W jego skład wchodzi 100 największych pod względem kapitalizacji rynkowej krajowych (USA) i międzynarodowych spółek. Jego wahania w istotnym stopniu zależą od kursów firm, które uważane były za związane z branżą internetową (por. [Begg, Fischer, Dornbusch 2007, s. 449]). Przebieg notowań ww. indeksu z ostatnich dwóch dekad wskazuje wyraźnie nagle zainteresowanie spółkami branży internetowej oraz załamanie się kursów ich akcji na przełomie tego oraz poprzedniego wieku (zob. rys. 1).



Rys. 1. Notowania indeksu giełdowego NASDAQ-100 w latach 1991-2010² w dolarach

Źródło: opracowanie własne na podstawie [The NASDAQ OMX Grup Inc., *Interactive Stock Chart – (IXNDX)*...].

Jak widać na rys. 1, okres między 1998 a 2000 r. charakteryzował się niespotykanymi zwyczajami. Zasadniczo już od 1994 r. rozpoczęło się lawinowe wchodzenie na rynek przedsiębiorstw, które określano mianem dot.com. Firmy te utożsamiane były z rozwojem Internetu i kwalifikowane jako rozwijające nowoczesne technologie cyfrowe – zasadność tego przeświadczenia zostanie bliżej rozpatrzona w dalszej części artykułu.

Po roku 2002, kiedy indeks praktycznie „sięgnął bruku”, tendencja zwykła nie charakteryzowała się już tak dużą dynamiką. Spadki z przełomu 2008 i 2009 r. nie były już tak dramatyczne, a obecne zwyczki zapowiadają ustabilizowanie się kursu akcji w dłuższym okresie. Indeks NESDAQ-100 doskonale oddaje tendencje zmian w branży dot.comów, czyli nagłe „nadęcie” internetowej bańki spekulacyjnej w latach 1998-2000, jej „pęknięcie” w połowie 2000 r. oraz prawie dekadę odrabiania strat po nagłym krachu.

3. Faza przed „pęknięciem” internetowej bańki internetowej

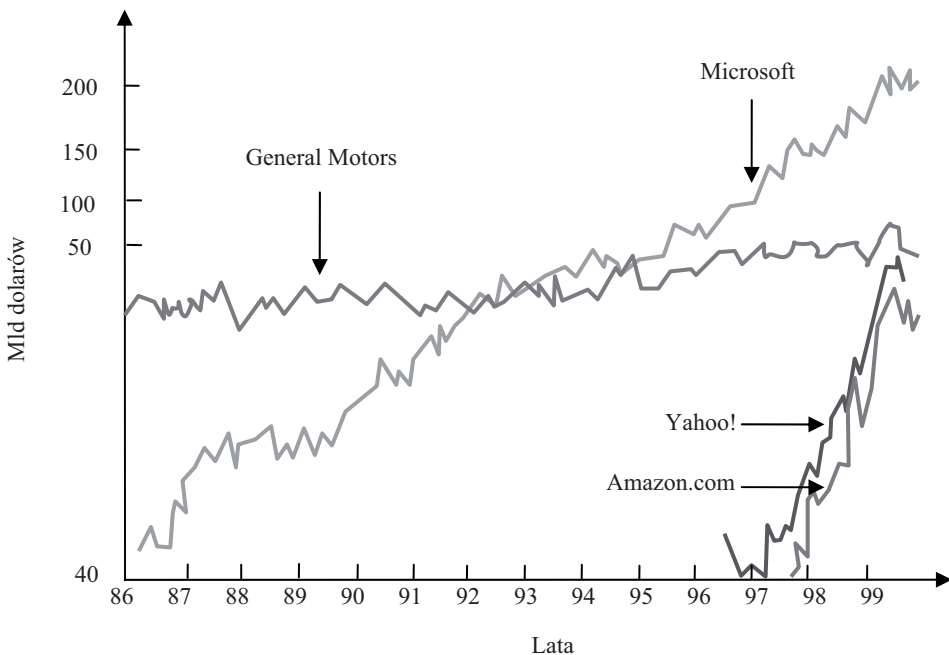
Za początek boomu giełdowego dot.comów należy uznać emisję akcji spółki Netscape Communication Copr. Przedsiębiorstwo to w 1994 r. zaprezentowało nowy rodzaj przeglądarki internetowej Netscape Navigator [Marc Andreessen's life... 2007, s. 1]. Pierwotnie była ona sprzedawana, jednak już rok od premiery została udostęp-

² Dane z roku 2010 do dnia 11.01.2010.

niona bezpłatnie użytkownikom indywidualnym do zastosowań niekomercyjnych. Jedynie wersja biznesowa, czyli przeznaczona dla osób prawnych czerpiących z jej użytkowania przychody, sprzedawana była po cenie 39 dolarów [Castells 2003, s. 26-27]. Posunięcie to zaowocowało przejęciem przez spółkę ok. 70% rynku przeglądarek internetowych [Quittner 1995, s. 56]. Przez kilka kolejnych lat Netscape Navigator wyznaczał kierunek rozwoju technologii odczytu oraz projektowania stron internetowych.

Zastosowana taktyka z pewnością przyniosła firmie zdecydowaną przewagę nad konkurencją, jeżeli chodzi o liczbę użytkowanych kopii przeglądarki. Jednakże nie wiązała się ze wzrostem przychodów. Przedsiębiorstwo nie osiągnęło zysków, mimo to w 16 miesięcy po jego utworzeniu ogłoszono emisję akcji w pierwotnej emisji publicznej. Początkowo cenę emisyjną ustalono na 14 dolarów. Jednak ze względu na ogromne zainteresowanie cena otwarcia wyniosła aż 71 dolarów, by ostatecznie pod koniec sesji ustalić się na średnim poziomie 58,25 dolara [Quittner 1995, s. 56].

Opisany powyżej przypadek firmy Netscape Communication Copr. ukazuje charakterystyczny schemat prowadzący do powstania bańki spekulacyjnej. Przedsiębiorstwa bez stabilnej sytuacji finansowej wchodzące na giełdę zostają wycenione sporo powyżej ich rzeczywistej wartości.



Rys. 2. Kapitalizacja wybranych spółek w latach 1986-1999 w milionach dolarów

Źródło: [Begg, Fischer, Dornbusch 2007, s. 447].

Na rysunku 2 przedstawiono wartość kapitalizacyjną czterech spółek: General Motors Corp., Microsoft Corp., Yahoo! Inc. oraz Amazon.com Inc. Pierwsza z nich należy do grupy korporacji przemysłowych, druga związana jest z branżą programistyczną, natomiast dwie ostatnie można określić jako dot.comy. General Motors Corp. to przedsiębiorstwo funkcjonujące zgodnie z prawidłami industrializmu, natomiast Yahoo! Inc. i Amazon.com Inc. zakwalifikować można do firm ery informacjonizmu, jak określiliby to M. Castells (por. [Castells 2007, s. 101-105]). Microsoft Corp. to przedsiębiorstwo z okresu przejściowego. Założone w 1975 r. [Microsoft Corp.... 2010] wyznaczało nowe trendy w produkcji oprogramowania oraz wykorzystywaniu technologii informacyjnych, jednak znajdowało się pod zdecydowanym wpływem standardów pochodzących z ery industrializmu.

Wielkości i dynamika zmian wartości kapitalizacyjnej ww. spółek, przedstawione na rys. 2, wskazują, w jakim stopniu znajdują się one pod wpływem standardów industrializmu i informacjonizmu. General Motor Corp. jako przedsiębiorstwo ery przemysłowej charakteryzuje się relatywnie niską dynamiką zmian wartości kapitalizacyjnej w dużym stopniu odpowiadającej analizie fundamentalnej. W przypadku Microsoft Corp. wartość kapitalizacyjna, charakteryzująca się dużą dynamiką, opiera się na znacznym udziale w rynku systemów operacyjnych. Sztandarowy produkt tej firmy MS Windows [Net Applications, *Operating*.... 2010] do dziś osiągnął 94-procentowy udział w rynku, a MS Internet Explorer – 62,7-procentowy [Net Applications, *Browser*... 2010].

Sytuacja wygląda inaczej w przypadku dwóch ostatnich przedsiębiorstw: Yahoo! Inc. oraz Amazon.com. Spółki te, należące do ery informacjonizmu, oceniane były odmiennie niż dotąd funkcjonujące. M. Castells [Castells 2007, s. 101] wskazuje, że w informacjonizmie przedsiębiorstwa będą motywowane nie tyle przez wzrost produktywności, ile przez rentowność oraz wzrost wartości akcji. Przy czym czynnikiem kluczowym jest właśnie wzrost wartości akcyjnej. W przypadku dot.comów w fazie przed „pęknięciem” internetowej bańki spekulacyjnej ocena ich rentowności przeprowadzana była na podstawie kursu ich akcji, a nie czynników fundamentalnych.

Rok przed „pęknięciem” bańki D. Barboza [Barboza 1999] przedstawił analizę rynkowej wartości kapitalizacyjnej wybranych dot.comów na tle przedsiębiorstw ery industrialnej. Zgodnie z przedstawionymi przez niego danymi AOL Inc., zatrudniający 10 tys. pracowników z zyskiem 68 mln dolarów, w ostatnim kwartale 1998 r. został wyceniony na 66,4 mld dolarów. Spółka Yahoo! Inc., zatrudniająca w tym samym czasie jedynie 673 osoby, przy relatywnie niskich dochodach na poziomie 16,7 mln dolarów, wyceniona została na 33,9 mld dolarów. Wycena taka wydaje się tym bardziej przeszacowana, jeżeli przyrównać ją do zatrudniającego 230 tys. pracowników Boeinga, którego zysk kwartalny w 1998 r. wyniósł 347 mln dolarów [Barboza 1999, s. 4].

Analizy sytuacji panującej na rynku spółek typu dot.com przed „pęknięciem” bańki spekulacyjnej można dokonać na podstawie danych zebranych przez P. Carpentera [Carpenter 2001]. Opisuje on sześć dot.comów:

- 1) iVillage Inc.,
- 2) CDnow Inc.,
- 3) Barnesandnoble.com Llc.³,
- 4) Yahoo! Inc.,
- 5) Onsale Inc.,
- 6) Fogdog Sport.

Ww. przedsiębiorstwa pod koniec lat 90. uznawane były za „solidne marki”. Prócz przedsiębiorstwa Fogdog Sport wszystkie notowane były na giełdach (głównie na NASDAQ) i wszystkie ponosiły mniejsze lub większe straty [Carpenter 2001, s. XII-XIII].

Spółka iVillage Inc. zajmowała się katalogowaniem stron internetowych zaadresowanych do kobiet. W 1998 r. odnotowała stratę 43,7 mln dolarów, mimo to rok później przeprowadziła emisję akcji, która przyniosła spółce 86,7 mln dolarów. Podobnie było ze spółką CDnow Inc. – sprzedawcą płyt muzycznych. W 1998 r. w ofercie publicznej sprzedała ona akcje za 65,5 mln dolarów. W tym samym roku zanotowała stratę wysokości 43,8 mln dolarów. Firma Barnesandnoble.com Llc., będąca dot.comowym odpowiednikiem sieci księgarni Barnes&Noble, wyemitowała w 1999 r. akcje o wartości 450 mln dolarów. Na udaną emisję nie miał wpływu fakt, że wcześniej zanotowała straty w wysokości 83,1 mln dolarów. Ww. firmy miały dwie wspólne cechy: relatywnie mało pracowników (iVillage Inc. – 200 zatrudnionych, CDnow Inc. – 191 zatrudnionych, a Barnesandnoble.com Llc. – 701 zatrudnionych) i przychody równoważące koszty w mniej niż 50% [Carpenter 2001, s. 3, 43, 85].

Ówczesny gigant branży internetowej, spółka Yahoo! Inc., dokonała dwukrotnie emisji akcji. Po raz pierwszy w 1995 r. w ofercie publicznej wyemitowała papiery wartościowe na 33,8 mln dolarów. Po raz drugi w 1998 r. w emisji prywatnej wartość akcji sięgnęła 250 mln dolarów, chociaż w tym samym roku firma poniosła stratę w wysokości 25,6 mln dolarów. Należy nadmienić, że w ostatnim kwartale 1998 r. zaczęła nadrabiać straty. Trzeba również zauważyć, że posiadała ona przychody pięciokrotnie wyższe niż straty. Nie usprawiedliwia to jednak faktu, że wartość kapitalizacyjna spółki wyceniana była na sto razy większą, niż wynosiła wartość jej akcji przy pierwszej ofercie publicznej [Carpenter 2001, s. 123-125].

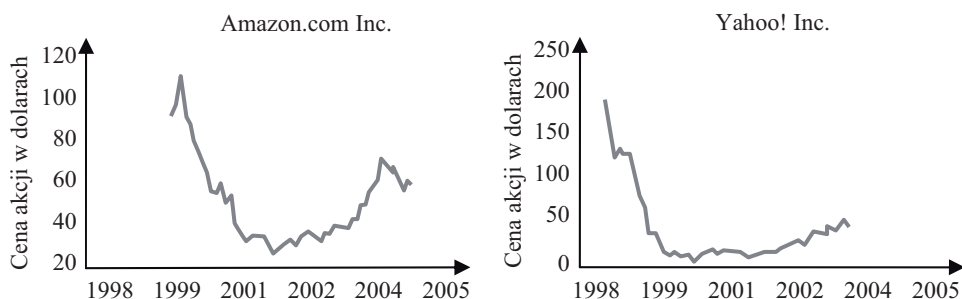
W podobnej sytuacji znajdowała się firma Onsale.com zajmująca się e-handlem, która również dokonała dwóch emisji, z tym że obu w ofercie publicznej, na sumaryczną wartość 62 mln dolarów. Zanotowała ona w 1998 r. najmniejszą stratę (14,7 mln dolarów) przy najwyższych przychodach wśród opisywanych firm (207,8 mln) [Carpenter 2001, s. 191-193].

³ W rzeczywistości jest to oddział spółki Barnes&Noble Inc., przedsiębiorstwa zajmującego się sprzedażą książek.

Przytoczone powyżej przykłady wskazują na niepewną sytuację finansową (szczególnie płynność) spółek branży internetowej z lat 90. poprzedniego wieku. Stąd mocno przeszacowana wydaje się średnia wartość kapitalizacyjna tych spółek wynosząca w 1999 r. 18 mld dolarów. Jest to średnia wartość wszystkich 294 spółek dot.com notowanych w owym czasie na parkiecie NASDAQ. Przytoczone powyżej spółki uważane były za główne i wyraźnie wpływały na tę wartość. Co więcej, wydaje się ona mocno przeszacowana, gdyż jest ona 30-krotnie wyższa od średniej wartości kapitalizacyjnej 5068 spółek zajmujących się nowoczesnymi technologiami niezwiązanymi bezpośrednio z Internetem [Castells 2007, s. 149-150].

4. Załamanie rynku akcji spółek dot.com

Krach giełdowy dot.comów przypada na połowę roku 2000, a okres bessy trwał do drugiej połowy 2002 r. W tym czasie wartość indeksu NASDAQ-100 spadła o ponad 500% [The NASDAQ OMX Grup Inc., *Interactive Stock Chart – (IXNDX)*...]. Spółka Yahoo! Inc. stanowi najbardziej jaskrawy przykład nagłego załamania się kursu akcji. W ciągu roku ich cena z 220 dolarów spadła do 11 dolarów. Temu 95-procentowemu spadkowi praktycznie nie towarzyszyły żadne konkretne zmiany w funkcjonowaniu spółki. Spółka Amazon.com Inc. w tym samym okresie odnotowała spadek ceny akcji o 75% [Begg, Fischer, Dornbusch 2007, s. 449]. Oba przypadki przedstawione zostały na rys. 3.



Rys. 3. Pęknięcie internetowej bańki spekulacyjnej – przypadek Amazon.com Inc. i Yahoo! Inc.

Źródło: [Begg, Fischer, Dornbusch 2007, s. 447].

Zdecydowanie mniejsze straty odnotował Microsoft Corp., chociaż również w tym przypadku sięgnęły one 55% spadku notowań. Tak poważne fluktuacje bardzo mocno wpłynęły na późniejsze kształtowanie się rynku akcji dot.comów. Zdecydowanie mniejsze straty odniosły przedsiębiorstwa zajmujące się działalnością, w której wykorzystywano Internet jako medium pośredniczące między klientem a sprzedawcą. Chodzi tu głównie o takie dot.comy, jak Amazon.com Inc. czy też eBay Inc. (serwis aukcyjny), czyli te, które zajmowały się obrotem produktami za

pośrednictwem Internetu. Microsoft Corp. jako spółka sprzedająca zasadniczo oprogramowanie, i to zresztą głównie tradycyjnymi kanałami dystrybucji, po korekcie kursu ze spekulacyjnego do fundamentalnego, szybko ustabilizowała cenę swoich akcji na poziomie 25-30 dolarów [The NASDAQ OMX Grup Inc., *Interactive Stock Chart – (MSFT)*... 2010].

Spółki zajmujące się świadczeniem usług związanych bezpośrednio z Internetem, takich jak wyszukiwanie stron Web czy poczta e-mail, za które nie pobierano opłat, zdecydowanie ucierpiały najpoważniej. Miały one największy udział w rynku, jeżeli chodzi o świadczone przez nie usługi, jednak nie miały pokrycia w walorach finansowych. Stąd tak poważne obniżki kursów akcji i długoletnia stagnacja.

5. Przyczyny rozkwitu i upadku dot.comów

Przypadek internetowej bańki spekulacyjnej jest szczególny, ponieważ złożyły się na niego dodatkowe czynniki niespotykane przy poprzednich kryzysach przeinwestowania. K. Marczak i K. Piech [Marczak, Piech 2009, s. 22] przedstawili wiele przypadków kryzysów przeinwestowania od XVII wieku do ostatniego kryzysu finansowego. Najciekawsze przypadki spekulacji związane z kryzysami finansowymi XX wieku, począwszy od Wielkiego Kryzysu, przedstawia tab. 1.

Tabela 1. Wybrane przykłady kryzysów przeinwestowania z lat 1929-2007

Data	Kryzys finansowy
1929-1933	Wielki Kryzys – wywołany spekulacjami giełdowymi
1987	Ogólnoswiatowy krach giełdowy
1990-1991	Krach giełdowy związany z recesją gospodarki japońskiej. Wywołany spekulacjami cen akcji nieruchomości na giełdzie tokijskiej z lat 1985-1990
2001-2002	Światowa recesja związana ze wzrostem cen ropy naftowej oraz krachem giełdowym z 2000 r. związanym z przeinwestowaniem w nowoczesne technologie komunikacyjne (internetowa bańka spekulacyjna)
2007-...	Światowy kryzys finansowy wywołany spekulacjami na rynkach nieruchomości oraz niewystarczającymi regulacjami co do warunków udzielania kredytów hipotecznych

Źródło: opracowanie na podstawie [Marczak, Piech 2009, s. 22].

Przedstawione w tab. 1 przykłady kryzysów przeinwestowania związane były ze spekulacjami giełdowymi odnoszącymi się do rynków zasadniczo dobrze znanych – można by napisać tradycyjnych. W ostatnich dwóch dekadach spekulacje dotyczyły w dużej mierze nieruchomości. Przy czym przypadek Japonii jest analogiczny do spekulacji na rynku nieruchomości, jakie towarzyszyły ostatniemu załamaniu. Zaskoczeniem nie było więc załamanie się rynku, lecz jego skala oraz towarzyszące temu reperkusje – m.in. spekulacje walutowe.

L.C. Thurow [2006, s. 83] za główną przyczynę powstawania baniek spekulacyjnych uważa prozaiczny czynnik, jakim jest chciwość ludzka. Oczywiście nie można się z nim nie zgodzić, ale wymaga to dokładniejszego wyjaśnienia. Bańki spekulacyjne są zjawiskiem ogólnie znanym, w zasadzie pojawiają się od początku funkcjonowania nowoczesnego systemu finansowego. Ich głównym objawem jest zaburzenie wskaźnika cena akcji – zysk spółki. W momencie gdy wskaźnik ten przekroczy wartość 100, można spodziewać się załamania cen. Związane jest to z faktem, że ostatecznie cena akcji musi znaleźć potwierdzenie w zyskowności przedsiębiorstwa [Thurow 2006, s. 86].

Opisana zależność jest zasadniczo obligatoryjna i nie podlega dyskusji. Dlaczego więc bańki spekulacyjne powstają? Po części związane jest to z chęcią osiągnięcia jak największych zysków, a po części wynika z niewiedzy, kiedy bańka osiągnie swoje apogeum. Chodzi tu o strategię inwestycyjną, którą można określić mianem „mniejszego głupca”. Na niepohamowanych zwyczajach akcji zarobią najwięcej ci, którzy jako pierwsi sprzedadzą akcje przed załamaniem. Ponadto duża część inwestorów giełdowych korzysta z usług świadczonych przez profesjonalne przedsiębiorstwa analityczne. Specjaliści ci zwykle dokonują rekomendacji zakupu lub wstrzymania się od sprzedaży, a bardzo rzadko doradzają sprzedaż. W przywołanym przez R.H. Franka [Frank 2009, s. 183-185] przykładzie funkcjonowania doradców finansowych podaje on, że 90% rekomendacji jest pozytywna lub wstrzymująca. Tendencja ta jest prawidłowością niezależną od przewidywanego kryzysu czy też prosperity. Analogią funkcjonowania tej zależności jest opisany przez G.A. Akerlofa [Akerlof 1970] „rynek gratów” związany z działaniami podjętymi ze świadomością występowania asymetrii informacji. Rynek doradztwa inwestycyjnego można potraktować jako rynek gratów, czyli w tym wypadku prognozy nie będą stanowiły solidnego wsparcia dla decydentów. Wynika to z faktu, że analitycy nie mają dokładnej informacji ani na temat sytuacji notowanych spółek, ani na temat informacji, jakimi dysponują inni analitycy. Wiedzą natomiast, że wszyscy analitycy mają ograniczoną wiedzę i że z tego powodu wszyscy będą skłaniać się do doradztwa zakupu. Gdyby jeden z analityków zaproponował sprzedaż, gdy pozostali proponują zakup, jego głos nie zmieniłby sytuacji zwyczajowej, natomiast jego klient straciłby zyski. Tak więc wszyscy proponują zakup.

Obiekcje związane z brakiem równowagi między cenami akcji a zyskiem przedsiębiorstw usprawiedliwiane są zwykle większym znaczeniem udziału rynkowego przedsiębiorstw niż możliwościami wypracowania zysku. Sytuacja ta powtarzała się zarówno podczas krachu na giełdzie tokijskiej (1990-1991), jak i w wypadku internetowej bańki spekulacyjnej (por. [Castells 2007, s. 101; Thurow 2006, s. 87]). W przypadku pierwszego przywołanego wyżej krachu takie wyjaśnienie stanowić mogło przekonującą tezę, jednak jej późniejsza falsyfikacja powinna skutecznie ją odrzucić podczas „pęknięcia” internetowej bańki spekulacyjnej. Istnieją dwie główne przyczyny nieodrżucenia tej tezy. Pierwsza związana jest z ogólnym brakiem wiedzy odnośnie do tego, czym w zasadzie jest dot.com i w jaki sposób przedsię-

biorstwa takie zapewniają sobie zyski. Druga przyczyna leży w sieciowym charakterze nowoczesnych rynków kapitałowych.

Dot.comy utożsamiano z przedsiębiorstwami związanymi z Internetem. Jednak konkretnie nie wiadomo było, czym taka firma ma się zajmować. Praktycznie każda spółka dysponująca stroną internetową lub mająca w nazwie zwrot „.com” uznawana była za spółkę dot.com. Zwykle przedsięwzięcia takie nie miały dużo wspólnego z Internetem lub wykorzystywały go jedynie do celów marketingowych. Firmy programistyczne lub produkujące podzespoły komputerowe mogą wykorzystywać Internet do celów marketingowych lub koordynacyjnych, lecz spółkami dot.com nie są. Ponadto sam fakt, że spółka związana była z Internetem nie gwarantował, że będzie ona przynosiła zyski. Netscape Communication Copr., mimo ogromnego udziału w rynku przeglądarek internetowych, nie gwarantowała zysków ze sprzedaży. Podobnie Yahoo! Inc. nie miała wystarczająco dużych wpływów z reklam zamieszczanych na swoich stronach, aby być rentowną. Przedsiębiorstwa te z pewnością były popularne, a ich produkty i usługi powszechne, lecz ponieważ udział w rynku był osiąganym dzięki bezpłatnemu udostępnianiu produktów, niemożliwe było osiągnięcie zysków.

Niewiedza odnośnie do prawdziwej natury spółek dot.com oraz ślepa wiara w to, iż będą one źródłem wysokich dywidend, spotęgowane były wejściem rynków kapitałowych w fazę sieciowości. Transformacja finansów światowych, wywołana rozwojem telekomunikacji, zmieniła jakość i liczbę zawieranych transakcji. Informatyzacja zrewolucjonizowała finansowe transakcje między firmami, inwestorami, kontrahentami, klientami indywidualnymi oraz giełdami. Nastąpiło częściowe zaniknięcie pośredników dzięki zastosowaniu elektronicznej sieci komunikacji. Pojawiła się możliwość zawierania transakcji między inwestorem a oferentem bez pośrednictwa biur maklerskich. Ogromne znaczenie miał tu rynek NASDAQ, który zmniejszył koszty transakcji oraz umożliwił operowanie na zasadzie *day-traders*, czyli spekulacji jednodniowej, drobnym inwestorom. Inwestorzy jednodniowi, zainteresowani przede wszystkim spółkami internetowymi, stworzyli samorealizującą się prognozę, nie biorąc pod uwagę czynników wynikających z analizy fundamentalnej. Następstwem tych działań był wzrost obrotu akcjami (w 1999 r. 25% transakcji na giełdach w USA odbyło się przez Internet). Informacja turbulencyjna stała się decydującym czynnikiem wpływającym na ruchy kapitału. Nastroje rynkowe znajdowały odzwierciedlenie w natychmiastowych wejściach drobnych inwestorów na rynki papierów wartościowych lub wyjściach z nich [Castells 2007, s. 151-153].

6. Bezpośrednie i pośrednie implikacje „pęknięcia” internetowej bańki spekulacyjnej

Krach na rynku akcji dot.comów stanowił swojego rodzaju oczyszczenie rynku ze spółek niemających racji bytu lub zarządzanych w sposób nieudolny. Ten jakże kosztowny zabieg wywołał falę bankructw lub przejęć. I tak wśród opisanych powy-

zej sześciu firm: Onsale Inc. – całkowicie zniknęło z rynku⁴, iVillage Inc. – zostało częścią NBC Universal Digital Media [Google Inc., *Google finance iVillage Inc....* 2010], CDnow Inc. – wykupiła spółka Amazon.com Inc. [Google Inc., *Google finance CDNOW Inc....* 2010], Barnesandnoble.com Llc. – działa i stanowi poważną konkurencję dla Amazon.com Inc., Yahoo! Inc. – mimo problemów i prób przejęcia przez Microsoft Corp. stanowi drugi co do popularności serwis wyszukiujący strony Web [Net Applications, *Search...* 2010].

Internetowa bańka spekulacyjna, a w zasadzie jej „pęknięcie”, była początkiem przetasowania się spółek związanych z Internetem i wyłonienia pewnego rodzaju porządku. Przetrzały jedynie przedsiębiorstwa najsilniejsze i najbardziej kreatywne. Internetowa bańka spekulacyjna bezpośrednio zlikwidowała nierentowne spółki, pozostawiając te, które mają największe zdolności finansowe. Przedsiębiorstwa mające znaną markę zostały wchłonięte i stały się częścią większych konsorcjów.

Internetowa bańska spekulacyjna w sposób pośredni wpłynęła na obecny kształt Internetu dzięki ogromnym inwestycjom, jakie w tym okresie poczyniono. Zgodnie z przewidywaniami M. Castellsa przyczyniło się to do stworzenia infrastruktury oraz kultury świata wirtualnego. K. Kelly określił to zjawisko jako „karmienie sieci”, które w dłuższej perspektywie przekłada się na wzrost wartości ogólnej całej branży [Kelly 2001, s. 55-70]. Gdyby nie tak intensywne inwestowanie w spółki związane z Internetem, jego rozwój nie byłby tak dynamiczny. Po okresie inwestycji rządowych, które skończyły się wraz z prywatyzacją Internetu w 1995 r. [Castells 2003, s. 22], dla podtrzymania rozwoju konieczne były inwestycje prywatne. To dzięki nim nastąpił nagły rozwój technologii Web oraz upowszechnienie się sieci telekomunikacyjnej zapewniającej dostęp indywidualnym użytkownikom.

Tabela 2. Wybrane dane finansowe spółki Google Inc. w latach 2000-2009 w mld dolarów

Pozycja \ Lata	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Przychód całkowity	0,02	0,09	0,44	1,47	3,19	6,14	10,60	16,59	21,80
Przychód z reklam	N/A	N/A	0,41	1,42	3,14	6,07	10,49	16,41	21,13
w tym ze stron Google.com	N/A	N/A	0,31	0,79	1,59	3,38	6,33	10,62	14,41
w tym z Google Network	N/A	N/A	0,10	0,63	1,55	2,69	4,16	5,79	6,71
Licencje i inne przychody	N/A	N/A	0,03	0,05	0,05	0,07	0,11	0,18	0,67
Zysk netto	-0,01	0,01	0,10	0,11	0,40	1,47	3,08	4,20	4,23

Źródło: opracowanie na podstawie raportów rocznych z lat 2004, 2005, 2006, 2007 i 2008 [Google Inc., *Google Annual Report 2004...* 2005, s. 19-25; Google Inc., *Google Annual Report 2005...* 2006, s. 41-48; Google Inc., *Google Annual Report 2006...* 2007, s. 36-42; Google Inc., *Google Annual Report 2007...* 2008, s. 36, 43; Google Inc., *Google Annual Report 2008...* 2009, s. 66-69].

⁴ Obecnie funkcjonuje firma o tej samej nazwie, jest to jednak jedynie zbieżność.

Dzisiejsze spółki typu dot.com, mimo ogromnych inwestycji w badania i rozwój, aby utrzymać się na rynku, dbają o solidną sytuację finansową. Dowodem na to jest m.in. spółka Google Inc., która weszła na giełdę dopiero po „pęknięciu” internetowej bańki spekulacyjnej. Sytuację finansową spółki przedstawia tab. 2.

Głównym źródłem dochodów przedsiębiorstwa jest sprzedaż miejsca reklamowego. Jak widać, w skali świata działalność ta przynosi poważne przychody oraz poważne zyski. Główna część przychodów przeznaczana jest na rozwój i badania, co zapewnia spółce pozycję lidera. Obecnie firma wchodzi również na rynek telefonii mobilnej, proponując sprzęt z własnym systemem operacyjnym.



Rys. 4. Notowania akcji spółki Google Inc. w latach 2004-2010⁵ w dolarach

Źródło: opracowanie własne na podstawie [The NASDAQ OMX Grup Inc, *Interactive...* 2010].

Zyski spółki Google Inc. odzwierciedlone są w cenie jej akcji, które obecnie oscylują na poziomie 550-600 dolarów [The NASDAQ OMX Grup Inc, *Interactive...* 2010]. Nawet obecny kryzys finansowy nie spowodował długotrwałej zapaści na rynku akcji spółek typu dot.com. Nagły spadek cen akcji notowanych w ramach indeksu NASDAQ-100 miał miejsce na przełomie 2008 i 2009 r. (zob. rys. 1). Również spółka Google Inc. odnotowała straty (zob. rys. 4), jednak zostały one już odrobione. Gdyby wartość akcji wynikała ze spekulacji, jakie były charakterystyczne dla lat 1995-2000, to spółka nie mogłaby odrobić strat w tak krótkim okresie. Ponieważ jednak cena znajduje odzwierciedlenie w zyskowności przedsiębiorstwa, wahania wywołane ogólnym kryzysem finansowym ustępują wraz z polepszeniem koniunktury w branży internetowej.

⁵ Dane z roku 2010 do dnia 11.01.2010.

7. Podsumowanie

Dekadę po „pęknięciu” internetowej bańki spekulacyjnej można stwierdzić, że obecnie funkcjonujące spółki typu dot.com muszą wykazać się dobrą kondycją finansową, aby osiągnąć sukces giełdowy. Zmieniło się również postrzeganie dot.comów. Obecnie nie kwalifikuje się ich jako przedsiębiorstw o nieokreślonej pozycji rynkowej i nieznanym produkcie, lecz jako przedsiębiorstwa mające ugruntowaną pozycję. Z pewnością do dot.comów można zaliczyć Amazon.com Inc., eBay Inc., Yahoo! Inc., Microsoft Corp., AOL Inc. czy też Google Inc. Natomiast nie są nimi wszelkie firmy korzystające z Internetu jedynie jako platformy reklamowej – chyba że same taką platformę tworzą. Jeżeli ich działalność nie jest związana z wykorzystywaniem możliwości ekonomicznych Internetu, nie można ich określać mianem firm branży internetowej.

Obecny rynek akcji spółek dot.com nie poddaje się tak łatwo działaniom spekulacyjnym. I chociaż dopasowuje się do aktualnej sytuacji na rynkach kapitałowych, szczególnie wywołanych ostatnim kryzysem finansowym, nie ulega wątpliwości, że cechuje się relatywną stabilnością – jeżeli w ogóle można mówić o stabilizacji na rynku akcji.

Przyczyny powstania internetowej bańki spekulacyjnej związanej z „zachwytem” biznesu internetowego oraz nagłym usieciowieniem handlu papierami wartościowymi z pewnością stanowią już element historii. Kursy akcji dot.comów po „pęknięciu” internetowej bańki spekulacyjnej, mimo nagłych wzrostów, są hamowane świadomością niedopuszczenia do ponownego „nadmuchania” cen. Obawiano się takiej sytuacji m.in. zaraz po emisji akcji Google Inc.

Na koniec należy stwierdzić, że internetowa bańka spekulacyjna była kosztowną formą nagłej ekspansji technologii internetowych. W tym kontekście nie można oceniać jej tylko i wyłącznie jako negatywnego następstwa spekulacji. Dzięki reinwestowaniu branży w ciągu zaledwie 15 lat (1995-2010) dokonał się ogromny postęp technologiczny oraz kulturowy. Oczywiście tego rodzaju system inwestycji jest mało efektywny, jednak skutecznie przeniósł społeczeństwo industrialne w erę informacji. Sieciowy charakter rynków kapitałowych informacjonizmu złagodził koszty spekulacji, rozkładając je na indywidualnych inwestorów. Zdecydowanie gorsze skutki społeczne przynoszą spekulacje związane z nieruchomościami oraz kredytami hipotecznymi.

Literatura

- Akerlof G.A., *The market for „lemons”: quality uncertainty and the market mechanism*, „The Quarterly Journal of Economics” 1970 nr 84 (3).
- Barboza D., *Measuring floor space and cyberspace*, „The New York Times” 1999 nr z dnia 10 stycznia 1999 r.

- Begg D., Fischer S., Dornbusch R., *Mikroekonomia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.
- Carpenter, P., *e-brands – kreowanie marki w Internecie*, WIG-Press, Warszawa 2001.
- Castells M., *Galaktyka Internetu: Refleksje nad Internetem, biznesem i społeczeństwem*, Dom Wydawniczy Rebis, Poznań 2003.
- Castells M., *Wiek informacji: ekonomia, społeczeństwo i kultura (Tom I Społeczeństwo sieci)*, Wydawnictwa Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Dornbusch R., *Growth forever*, „The Wall Street Journal” 1998 nr z dnia 30 lipca.
- Frank R.H., *Dlaczego piloci kamikadze zakładali helmy? Czyli ekonomia bez tajemnic*, Wydawnictwo Literacki, Kraków 2009.
- Google Inc., *Google Annual Report 2004*, Google Inc., Mountain View 2005.
- Google Inc., *Google Annual Report 2005*, Google Inc., Mountain View 2006.
- Google Inc., *Google Annual Report 2006*, Google Inc., Mountain View 2007.
- Google Inc., *Google Annual Report 2007*, Google Inc., Mountain View 2008.
- Google Inc., *Google Annual Report 2008*, Google Inc., Mountain View 2009.
- Google Inc., *Google finance CDNOW Inc.*, pobrano 18 stycznia 2010 z lokalizacji Google finance: <http://www.google.com/finance?q=CDnow+Inc>.
- Google Inc., *Google finance iVillage Inc.*, pobrano 18 stycznia 2010 z lokalizacji Google finance: <http://www.google.com/finance?cid=15100487>.
- Kelly K., *Nowe reguły nowej ekonomii*, WIG-Press, Warszawa 2001.
- Marc Andreessen's life as a 'golden geek': from mosaic to netscape to opsware to ... ning?, „Knight Ridder Tribune Bussines News” 2007 nr z dnia 24 lipca.
- Marczak K., Piech K., *Cykle koniunkturalne: ujęcie historyczne i przegląd głównych teorii*, [w:] *Koniunktura gospodarcza. Od bańki internetowej do kryzysu subprime*, red. J. Czech-Rogosz, J. Pietrucha, R. Żelezny, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009.
- Microsoft Corp., *The History of Microsoft-1975*, pobrano 17 stycznia 2010 (utworzono 4 lutego 2009) z lokalizacji The History of Microsoft: <http://channel9.msdn.com/shows/History/The-History-of-Microsoft-1975/>.
- Net Applications, *Browser Market Share* (grudzień 2009), pobrano 17 stycznia 2010 z lokalizacji Market Share Home: <http://marketshare.hitslink.com/browser-market-share.aspx?qprid=0>.
- Net Applications, *Operating System Market Share* (grudzień 2009), pobrano 17 stycznia 2010 z lokalizacji Market Share Home: <http://marketshare.hitslink.com/operating-system-market-share.aspx?qprid=8>.
- Net Applications, *Search Engine Market Share* (grudzień 2009), pobrano 18 stycznia 2010 z lokalizacji Market Share Home: <http://www.netmarketshare.com/search-engine-market-share.aspx?qprid=4>.
- Quittner J., *Browser madness*, „Time” nr 8 (z dnia 21 sierpnia 1995 r.).
- The NASDAQ OMX Grup Inc., *2008 Annual Report*, The NASDAQ OMX Grup Inc., New York 2009.
- The NASDAQ OMX Grup Inc., *Interactive Stock Chart – (GOOG)*, pobrano 18 stycznia 2010 r. z lokalizacji NASDAQ: http://www.nasdaq.com/asp/dynamic_charting.aspx?symbol=GOOG&selected=GOOG.
- The NASDAQ OMX Grup Inc., *Interactive Stock Chart – (IXNDX)*, pobrano 12 stycznia 2010 r. z lokalizacji NASDAQ: http://www.nasdaq.com/asp/dynamic_charting.aspx?symbol=IXNDX&selected=IXNDX.
- The NASDAQ OMX Grup Inc., *Interactive Stock Chart – (MSFT)*, pobrano 17 stycznia 2010 r. z lokalizacji NASDAQ: http://www.nasdaq.com/asp/dynamic_charting.aspx?symbol=MSFT&selected=MSFT.
- Thurrow L.C., *Powiększanie bogactwa*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2006.
- Times Newspapers Ltd., *Anatole Kaletsky*, pobrano 9 stycznia 2010 r. z lokalizacji Times Online: http://www.timesonline.co.uk/tol/comment/columnists/anatole_kaletsky/.

THE IMPLICATIONS OF THE DOT-COM BUBBLE IN THE AGE OF NETWORK CAPITAL MARKETS

Summary: The article attempts to evaluate the implications of the dot-com bubble a decade after its burst. It also presents the boom and bust of the speculative bubble using the example of companies referred to as dot-com. The author attempts to identify the sources of the bubble origin and answer the questions about positive and negative consequences of its occurrence. The last part of the article discusses the impact of the dot-com bubble on the current shape of the Internet industry.