
Rynek

papierów

wartościowych

strefy euro

pod redakcją **Wiesławy Przybylskiej-Kapuścińskiej**



Oficina

a Wolters Kluwer business

<i>Pod red. J.D. Hansena</i>	EKONOMICZNE ASPEKTY INTEGRACJI EUROPEJSKIEJ
<i>J. Kundera</i>	JEDNOLITY RYNEK EUROPEJSKI
<i>K. Wach</i>	JAK ZAŁOŻYĆ FIRMĘ W UNII EUROPEJSKIEJ
<i>K. Wach</i>	SYSTEMY PODATKOWE KRAJÓW UNII EUROPEJSKIEJ
<i>Pod red. R. Borowieckiego</i>	PERSPEKTYWY ROZWOJU SEKTORA KULTURY W POLSCE
<i>R. Steiner</i>	RYNKI FINANSOWE – PRZEWODNIK ENCYKLOPEDYCZNY
<i>R. Steiner</i>	KALKULACJE FINANSOWE Wycena instrumentów rynku walutowego i pieniężnego
<i>Pod red. Ch. Dunisa</i>	PROGNOZOWANIE RYNKÓW FINANSOWYCH Kursy walutowe, stopy procentowe, zarządzanie aktywami
<i>D. Bennett</i>	RYZIKO WALUTOWE Instrumenty i strategie zabezpieczające
<i>J.C. Francis, R. W. Taylor</i>	PODSTAWY INWESTOWANIA Wycena papierów wartościowych i konstrukcja portfela
<i>K. Gabryelczyk</i>	FUNDUSZE INWESTYCYJNE Rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność
<i>A. Kasapi</i>	KREDYTOWE INSTRUMENTY POCHODNE Charakterystyka, rodzaje i zasady obrotu
Reuters	INSTRUMENTY POCHODNE – WPROWADZENIE
Reuters	RYNEK WALUTOWY I PIENIĘŻNY – WPROWADZENIE
Reuters	RYNEK OBLIGACJI – WPROWADZENIE
<i>T. Gruszecki</i>	TEORIA PIENIĄDZA I POLITYKA PIENIĘŻNA Rys historyczny i praktyka gospodarcza
<i>W. Rogowski, A. Michalczewski</i>	ZARZĄDZANIE RYZYKIEM W PRZEDSIĘWZIĘCIACH INWESTYCYJNYCH Ryzyko walutowe i ryzyko stopy procentowej
<i>J. Penc</i>	SZTUKA SKUTECZNEGO ZARZĄDZANIA Kierowanie firmą z myślą o jutrze i procesach integracji z Unią Europejską
<i>L. Dziawgo</i>	PRIVATE BANKING Bankowość dla zamożnych klientów

Pełna oferta wydawnicza jest dostępna na stronie www.profinfo.pl

Rynek

papierów

wartościowych

strefy euro

pod redakcją **Wiesławy Przybylskiej-Kapuścińskiej**

Kraków 2007

Recenzent

Prof. zw. dr hab. Andrzej Sławiński, Szkoła Główna Handlowa

Projekt graficzny okładki i zdjęcie na okładce

Barbara Widlak

Redaktor

Marcin Grabski

Redaktor techniczny

Janina Burek

Korekta

Bogumiła Gnypowa

© Copyright by Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o. 2007

All rights reserved.

ISBN 978-83-7526-029-8

Wydane przez:

Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o.

Redakcja Wydawnictw Książkowych i Czasopism Prawniczych

01-231 Warszawa, ul. Płocka 5a

tel. (022) 535 80 00

Redakcja Książek

31-156 Kraków, ul. Zacisze 7

tel. (012) 630 46 00

e-mail: ksiazki@wolterskluwer.pl

www.wolterskluwer.pl

Księgarnia internetowa: www.profinfo.pl

Łamanie: *Wydawnictwo „jak” Andrzej Choczewski*

Druk i oprawa: Drukarnia Wydawnictw Naukowych Sp. z o.o.

Łódź, ul. Żwirki 2

Spis treści

Wykaz skrótów	9
Wstęp	13
1. Rynek finansowy państw strefy euro	17
Unia Gospodarczo-Walutowa.....	17
<i>Elżbieta Gruszczyńska-Brożbar</i>	
Pojęcie i struktura rynku finansowego.....	19
<i>Elżbieta Gruszczyńska-Brożbar</i>	
Uczestnicy rynku finansowego	29
<i>Elżbieta Gruszczyńska-Brożbar</i>	
Papiery wartościowe rynku finansowego	38
<i>Elżbieta Gruszczyńska-Brożbar</i>	
Zastosowana klasyfikacja papierów wartościowych	49
<i>Marcin Wiśniewski</i>	
2. Monetarne instytucje finansowe na rynku papierów wartościowych strefy euro	56
Klasyfikacja sektora monetarnych instytucji finansowych	56
<i>Michał Skopowski</i>	
Banki centralne	57
<i>Wiesława Przybylska-Kapuścińska</i>	
Europejski System Banków Centralnych	59
Europejski Bank Centralny	61
Narodowe banki centralne	69
Instytucje kredytowe.....	74
<i>Michał Skopowski</i>	
Struktura subsektora instytucji kredytowych w krajach strefy euro	78
Nadzór nad instytucjami kredytowymi w strefie euro.....	84
Ograniczenia w zakresie inwestowania na rynku papierów wartościowych...	89

Fundusze rynku pieniężnego	91
<i>Michał Skopowski</i>	
Pozostałe monetarne instytucje finansowe na rynku papierów wartościowych	94
<i>Michał Skopowski</i>	
Pozostałe monetarne instytucje finansowe strefy euro jako inwestorzy	96
Pozostałe monetarne instytucje finansowe strefy euro jako emitenci	105
3. Niemonetarne instytucje finansowe na rynku papierów wartościowych strefy euro	115
Niemonetarne instytucje finansowe	115
<i>Michał Skopowski</i>	
Institucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne	115
<i>Michał Skopowski</i>	
Regulacje prawne działalności instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych	117
Charakterystyka instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych	122
Instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne jako inwestorzy i emitenci	128
Fundusze inwestycyjne	132
<i>Katarzyna Gabryelczyk</i>	
Fundusze inwestycyjne w ustawodawstwie Unii Europejskiej	134
Opodatkowanie funduszy inwestycyjnych w strefie euro	145
Rynek funduszy inwestycyjnych w strefie euro	153
4. Rynek dłużnych papierów wartościowych w strefie euro	174
Rynek dłużnych papierów wartościowych – wprowadzenie	174
<i>Wiesława Przybylska-Kapuścińska</i>	
Rynek skarbowych papierów wartościowych	174
<i>Kamilla Marchewka-Bartkowiak</i>	
Deficyt budżetowy i dług publiczny jako przyczyny emisji skarbowych papierów wartościowych	176
Struktura podaźowa rynku skarbowych papierów wartościowych denominowanych w euro	184
Podmiotowa charakterystyka rynku skarbowych papierów wartościowych ...	193
Organizacja rynku pierwotnego skarbowych papierów wartościowych	200
Organizacja rynku wtórnego skarbowych papierów wartościowych	208
Rynek obligacji municypalnych	213
<i>Elżbieta Gruszczyńska-Broźbar</i>	
Wartość wolumenu i wielkość emisji obligacji municypalnych	214
Struktura przedmiotowa obligacji municypalnych	217
Zasady emisji obligacji municypalnych i obrotu nimi	225

Rynek bankowych papierów wartościowych	229
<i>Michał Skopowski</i>	
Certyfikaty depozytowe	233
Zabezpieczone papiery wartościowe	238
Rynek dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez przedsiębiorstwa..	251
<i>Marcin Wiśniewski</i>	
Papiery komercyjne	252
Średnioterminowe dłużne papiery wartościowe	262
Obligacje przedsiębiorstw.....	267
5. Rynek udziałowych papierów wartościowych w strefie euro	285
<i>Tomasz Kowalak</i>	
Otoczenie prawne rynku akcji	286
Nadzór nad rynkami akcji	290
Giełdy papierów wartościowych jako miejsce obrotu akcjami w strefie euro	293
Systemy rozliczeń i rozrachunku transakcji na rynkach akcji	296
Rozwój rynków akcji w strefie euro w latach 1999–2005	299
Rynek pierwotny.....	300
Rynek wtórny	302
6. Proces integracji rynków papierów wartościowych w Unii Europejskiej.....	312
<i>Tomasz Kowalak</i>	
Działania podejmowane na rzecz integracji rynków papierów wartościowych w Unii Europejskiej	314
Uwarunkowania rozwoju procesów integracyjnych na rynkach papierów wartościowych.....	322
Zakończenie.....	330
<i>Wiesława Przybylska-Kapuścińska</i>	
Bibliografia	336
Indeks.....	348

Wykaz skrótów

ACI	– Financial Market Association
ADR	– <i>American depositary receipts</i> (amerykańskie kwity depozytowe)
AEX	– Amsterdam Exchanges
ATHEX	– Athens Exchange
ATS	– <i>alternative trading systems</i> (alternatywne systemy obrotu)
BaFin	– Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Federalny Urząd Nadzoru Finansowego)
BAWe	– Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (Federalna Komisja Papierów Wartościowych)
BFC	– Banking and Finance Commission
BFIC	– Banking, Finance and Insurance Commission
BME	– Bolsas y Mercados Españoles
BVL	– Bolsa de Valores de Lisboa e Porto
CACESF	– Collège des Autorités de Contrôle des Entreprises du Secteur Financier (Board of Financial Sector Authorities)
CBFSAI	– Central Bank and Financial Services Authority of Ireland
CBs	– <i>covered bonds</i> (zabezpieczone papiery wartościowe)
CDs	– <i>certificates of deposit</i> (certyfikaty depozytowe)
CECEI	– Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement (Committee for the Establishment of Credit Institutions and Investment Companies)
CEIOPS	– Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (Europejski Komitet Nadzorów Ubezpieczeń i Pracowniczych Planów Emerytalnych)
CESR	– Committee of European Securities Regulators (Komitet Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych)
CIIs	– <i>collective investment institutions</i> (instytucje wspólnego inwestowania)
CIS	– <i>collective investment schemes</i> (instytucje wspólnego inwestowania – odpowiednik UCITS)
CIIs	– <i>credit institutions</i> (instytucje kredytowe)
CNCT	– Conseil Nationale du Crédit et des Titres (National Credit and Securities Council)

CONSOB	– Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
CP	– <i>commercial papers</i> (papiery komercyjne, krótkoterminowe papiery dłużne emitowane przez przedsiębiorstwa)
CRBF	– Comité de la Réglementation Bancaire et Financière (Committee on Banking and Financial Regulation)
CRD	– Capital Requirements Directive
CRDTG	– CRD Transposition Group
CSSF	– Commission de Surveillance du Secteur Financier (Financial Sector Supervisory Commission)
ECB	– European Central Bank (Europejski Bank Centralny)
EDR	– <i>euro depositary receipts</i> (eurokwity depozytowe)
EEA	– European Economic Area (Europejski Obszar Gospodarczy)
EEC	– European Economic Community (Europejska Wspólnota Gospodarcza, EWG)
EFAMA	– European Fund and Asset Management Association (Europejskie Stowarzyszenie Funduszy i Spółek Inwestycyjnych)
EFMLG	– European Financial Market Lawyers Group
EIOPC	– European Insurance and Occupational Pensions Committee (Europejski Komitet Ubezpieczeń i Pracowniczych Planów Emerytalnych)
EMU	– European Monetary Union (Unia Gospodarczo-Walutowa)
ESA 95	– European System of Account (Europejski System Rachunków)
ESCB	– European System of Central Banks (Europejski System Banków Centralnych)
ESC	– European Securities Committee (Europejski Komitet Papierów Wartościowych)
Euronext	– paneuropejska giełda papierów wartościowych
FCC	– Financial Conglomerates Committee (Komitet ds. Konglomeratów Finansowych)
FEFSI	– Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement (Europejskie Stowarzyszenie Funduszy i Spółek Inwestycyjnych)
FESE	– Federation of European Stock Exchanges (Federacja Europejskich Giełd Papierów Wartościowych)
FFSA	– Finnish Financial Supervision Authority
FMA	– Financial Market Authority
FSAP	– Financial Services Action Plan („Plan działań w zakresie rynków finansowych”)
FWB	– Frankfurter Wertpapierbörse
GAB	– <i>general arrangements to borrow</i>
GDR	– <i>global depositary receipts</i> (globalne kwity depozytowe)
ICPFs	– <i>insurance corporations and pension funds</i> (instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne)
IEP	– Institut für Europäische Politik

IFSRA	– Irish Financial Services Regulation Authority
IORPs	– <i>institutions for occupational retirement provision</i> (instytucje pracowniczego zabezpieczenia emerytalnego)
IPMA	– International Primary Markets Association (Międzynarodowe Stowarzyszenie ds. Rynków Pierwotnych)
ISD	– Investment Services Directive (dyrektywa Rady Europy o usługach inwestycyjnych)
ISE	– Irish Stock Exchange
KPWIG	– Komisja Papierów Wartościowych i Giełd
LIFFE	– London International Financial Futures and Options Exchange
LSE	– London Stock Exchange
LTV	– <i>loan-to-value ratio</i>
MBs	– <i>mortgage covered bonds</i> (hipoteczne listy zastawne)
MFIs	– <i>monetary financial institutions</i> (monetarne instytucje finansowe)
MIFID	– Markets in Financial Instruments Directive (dyrektywa o rynkach instrumentów finansowych)
MMFs	– <i>money market funds</i> (fundusze rynku pieniężnego)
MTN	– <i>medium term notes</i> (średnioterminowe papiery dłużne)
MTS	– <i>mercato telematico secondario</i> (włoska technologia wykorzystana do budowy elektronicznych platform do obrotu skarbowymi papierami wartościowymi)
NASDAQ	– National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NCBs	– <i>national central banks</i> (narodowe banki centralne)
NYSE	– New York Stock Exchange
OMFIs	– <i>other monetary financial institutions</i> (pozostałe monetarne instytucje finansowe)
ORFIs	– <i>other resident financial institutions</i> (inne instytucje finansowe)
OTC	– <i>over-the-counter</i>
UCITS	– <i>undertakings for collective investment in transferable securities</i> (instytucje wspólnego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe)
VDH	– Association of German Mortgage Banks
Vdp	– Verband deutscher Pfandbriefbanken
WFE	– World Federation of Exchanges
ZEW	– Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung

Wstęp

Rynek papierów wartościowych strefy euro jest jednym z najmłodszych obszarów globalnego rynku finansowego. Jego powstanie stało się możliwe po wprowadzeniu swobody przepływu kapitału wynikającej z traktatu z Maastricht oraz dzięki powołaniu w 1999 roku Unii Gospodarczo-Walutowej. Rynek ten, mimo że istnieje zaledwie kilka lat, za sprawą swojego potencjału gospodarczego, wzrastającego znaczenia w strukturach europejskich i międzynarodowych, a także w związku z dążeniem do ujednolicenia obowiązujących na nim zasad, podlega dynamicznym przemianom i szybko się rozwija. Jest przy tym rynkiem bardzo zróżnicowanym – zarówno pod względem wielkości, jak i znaczenia poszczególnych jego segmentów.

Chęć poznania zasad funkcjonowania rynku papierów wartościowych w strefie euro, obowiązujących na nim rozwiązań formalnych i prawnych oraz jego struktury i wielkości były przesłankami podjęcia tych zagadnień przez pracowników Katedry Teorii Pieniądza i Polityki Pieniężnej Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, a następnie napisania niniejszej książki. Rozpoznanie tego rynku wydaje się nie tylko niezbędne, ale także przydatne – z jednej strony w związku z dążeniami do zwiększenia udziału polskich papierów wartościowych w rynku europejskim, z drugiej zaś w związku z perspektywą nieodwołalnego przystąpienia Polski do strefy wspólnej waluty euro.

Głównym celem książki jest syntetyczne przedstawienie – w ujęciu przedmiotowym i podmiotowym – rynku papierów wartościowych strefy euro z punktu widzenia rozwiązań instytucjonalnych, prawnych i organizacyjnych. Książka składa się z sześciu rozdziałów.

Rozdział pierwszy, będący wprowadzeniem do poruszanej problematyki, dotyczy istoty rynku finansowego, prezentuje również jego strukturę i różne klasyfikacje papierów wartościowych. W niniejszej książce zastosowano dwoistą klasyfikację papierów wartościowych strefy euro – podmiotową i przedmiotową, która wynika ze statystycznych rozwiązań europejskich (Eurostat, Europejski Bank Centralny).

Dwa następne rozdziały poświęcono omówieniu rynku papierów wartościowych strefy euro według kryterium emitentów tych walorów, wyróżniając

monetarne (rozdział drugi) i niemonetarne (rozdział trzeci) instytucje finansowe. W pierwszej grupie zaprezentowano przede wszystkim banki centralne wraz z Europejskim Bankiem Centralnym i ich usytuowanie w Europejskim Systemie Banków Centralnych. Następnie przedstawiono instytucje kredytowe, opisując ich strukturę, nadzór i ograniczenia dotyczące inwestowania w papiery wartościowe, scharakteryzowano także fundusze rynku pieniężnego i pozostałe monetarne instytucje finansowe. W drugiej grupie ujęto zakłady ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne i fundusze inwestycyjne. Rozpatrując działalność zakładów ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych, zaprezentowano regulacje prawne dotyczące tych instytucji, ich charakterystykę oraz znaczenie jako emitentów lub inwestorów na rynku papierów wartościowych. Analizując fundusze inwestycyjne, zwrócono uwagę na związane z nimi ustawodawstwo, strukturę rynku i opodatkowanie tych funduszy.

W rozdziale czwartym i piątym zaprezentowano rynek papierów wartościowych w strefie euro z punktu widzenia rodzajów występujących na nim walorów. Najpierw omówiono dłużne papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa, jednostki samorządowe, instytucje kredytowe oraz przedsiębiorstwa, wyjaśniając przyczyny ich emisji oraz zasady organizacyjne emisji i obrotu. Następnie scharakteryzowano rynek papierów udziałowych, czyli akcji, przedstawiając – oprócz zagadnień dotyczących uwarunkowań prawnych funkcjonowania tego rynku i organizacji jego nadzoru – giełdy papierów wartościowych, będące głównym miejscem obrotu akcjami w strefie euro, oraz systemy rozliczeń i rozrachunków transakcji dokonywanych na rynkach akcji. Dodatkowo ukazano rozwój pierwotnego i wtórnego rynku akcji w Eurosystemie, obroty na rynkach giełdowych i tendencje kształtowania się wskaźników giełdowych strefy euro.

Rozdział szósty poświęcono rozważaniom dotyczącym integracji rynków papierów wartościowych w Unii Europejskiej i obserwowanym na przełomie XX i XXI wieku tendencjom rozwoju rynków papierów wartościowych, omawiając podjęte inicjatywy i rosnące zaangażowanie państw członkowskich – zarówno strefy euro, jak i Unii Europejskiej – we wspieraniu procesów integracyjnych na rynkach walorów. W rozdziale tym zaprezentowano także czynniki sprzyjające integracji w poszczególnych segmentach rynku papierów wartościowych.

Niniejsza książka powstała dzięki szerokim studiom literatury przedmiotu oraz analizom statystycznym rynków papierów wartościowych funkcjonujących w Eurosystemie, przeprowadzonym przez autorów i wynikającym z ich indywidualnych zainteresowań problematyką integracji rynków finansowych dwunastu państw należących do Unii Gospodarczo-Walutowej. W pracy zawarto liczne dane statystyczne dotyczące omawianego rynku, a w jej przygotowaniu wykorzystano najnowsze regulacje prawne i jednolitą metodologię stosowaną

w stosunku do instytucji europejskich działających w ramach Unii Europejskiej i krajów strefy wspólnej waluty.

Autorzy wyrażają nadzieję, że książka będzie interesującą lekturą dla wszystkich uczestników rynku papierów wartościowych – występujących zarówno po stronie podaży, jak i popytu tego rynku – oraz osób związanych z rynkiem finansowym w Polsce i w strefie euro.

Wiesława Przybylska-Kapuścińska

Rynek finansowy państw strefy euro

Unia Gospodarczo-Walutowa

Elżbieta Gruszczyńska-Brożbar

1 stycznia 1999 roku w ramach Unii Europejskiej ustanowiono *Unię Gospodarczo-Walutową*, określaną w skrócie jako UGW (European Monetary Union, EMU). Organizacja ta skupiała początkowo jedenaście państw, obecnie – po przystąpieniu do niej Grecji – obejmuje dwanaście krajów spełniających tzw. kryteria zbieżności, które dotyczą:

Unia Gospodarczo-Walutowa

- stabilności cen,
- deficytu i długu publicznego,
- długoterminowej stopy procentowej,
- stabilności kursu walutowego.

Obszar tych państw jest jednawalutowy (euro), co oznacza istnienie jednego banku centralnego i jednej polityki pieniężnej.

Wprowadzenie waluty euro jest rozpatrywane zarówno w aspekcie politycznym, jak i gospodarczym. Podstawową przyczyną polityczną utworzenia Unii Gospodarczo-Walutowej, analizowaną w płaszczyźnie historycznej, było utrzymanie pokoju w Europie, ponieważ geneza dzisiejszych porozumień sięga czasów po zakończeniu drugiej wojny światowej¹. Z kolei ekonomiczne przesłanki wprowadzenia euro były związane z problemami gospodarki europejskiej w latach siedemdziesiątych i osiemdziesiątych, przede wszystkim z powolnym wzrostem gospodarczym i wysokim bezrobociem.

przyczyny wprowadzenia wspólnej waluty

Eurosystem – będący nowym globalnym reżimem w polityce monetarnej i wymianie zagranicznej – określa zewnętrzne priorytety, reprezentując podzielne interesy swoich uczestników w międzynarodowych instytucjach i zgromadzeniach².

Eurosystem

Funkcjonowanie jednej waluty euro było poprzedzone wprowadzeniem rozbudowanego prawodawstwa unijnego (traktaty, dyrektywy), które należy traktować jako historyczną ciągłość procesu integracji. Tematyka niniejszego opracowania pozwala zawęzić bogaty materiał legislacyjny tylko do tych aktów prawnych, które miały decydujący wpływ na obecny kształt rynku kapitałów pieniężnych państw Unii Gospodarczo-Walutowej. Decydujące znaczenie dla procesu integracji we Wspólnocie Europejskiej miał traktat o Unii Europejskiej (UE) podpisany w Maastricht³, w którym wyodrębniono *trzy główne filary integracji*:

**główne filary
integracji**

- gospodarkę,
- politykę zagraniczną i obronną,
- współpracę w dziedzinie wymiaru sprawiedliwości i spraw wewnętrznych.

Każdy z tych filarów jest traktowany wielowątkowo, stanowiąc kontynuację i rozszerzenie (uzupełnienie) wcześniejszych postanowień. Integracja w zakresie gospodarki jest rozpatrywana przede wszystkim przez pryzmat czterech podstawowych wolności wspólnotowych, czyli *swobody przepływu*:

**cztery wolności
wspólnotowe**

- towarów,
- osób,
- usług,
- kapitału.

**swoboda przepływu
kapitału**

Swoboda przepływu kapitału zapewnia wolność dokonywania płatności zagranicznych ze wszystkich tytułów między państwami członkowskimi Unii Europejskiej oraz między nimi a krajami trzecimi, pobudza także konkurencję między instytucjami finansowymi. Zasada ta nie jest stosowana bezwzględnie. Odstępstwa od jej postanowień w formie inicjowania wymagań dotyczących zgłaszania przepływów kapitałowych są możliwe w wypadkach uzasadnionych ochroną bezpieczeństwa publicznego i sprawowania nadzoru nad instytucjami finansowymi.

Formułując zasadę swobody przepływu kapitału, nie zdefiniowano pojęcia kapitału, a jedynie szeroko i bezwarunkowo, chociaż nadal niewyczerpująco, wskazano na obecnie obowiązujące rozwiązania systemowe w zakresie rozważanej wolności⁴. Wydaje się więc konieczne przybliżenie terminu „kapitał”, ponieważ podział rynku finansowego w krajach Unii Gospodarczo-Walutowej nie jest jednolity. Rozważania teoretyczne szkół ekonomicznych koncentrują się właśnie wokół istoty kapitału, co w konsekwencji prowadzi do wyodrębnienia z rynku kapitałów pieniężnych rynku finansowego, z kolei w praktyce dokonuje się bezpośredniej dezagregacji rynków z rynku finansowego. Dualizm ten

skłania do podjęcia rozważań semantycznych z uwzględnieniem wskazanych aspektów.

Pojęcie i struktura rynku finansowego

Elżbieta Gruszczyńska-Brozbar

Pojęcie kapitału znajduje szeroką interpretację w orzecznictwie Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości. Na przykład orzeczenie trybunału z 31 stycznia 1984 roku, wydane w sprawie Luisi i Carbone, wyjaśnia, że płatności bieżące są transferami walorów dewizowych w ramach transakcji podstawowej, a przepływy kapitału stanowią operacje finansowe związane z inwestowaniem określonych funduszy, nie zaś z zapłatą za usługę lub rzecz⁵. Zacytowane orzeczenie pozwala stwierdzić, że kapitał jest pojmowany przez struktury Unii Europejskiej w znaczeniu *funkcyjnym*, ponieważ ma przynosić strumień nowych wartości, i nie jest rozpatrywany wyłącznie przez pryzmat czasu zapadalności instrumentu. Jednocześnie można zauważyć, że kapitałem, zgodnie z przyjętą dyrektywą, nie jest pieniądź występujący w funkcji środka płatniczego.

funkcyjne ujęcie
kapitału

Teoretyczną podstawę tak sformułowanego przez Europejski Trybunał Sprawiedliwości pojęcia kapitału stanowi dochód otrzymywany przez gospodarujący podmiot na rynku o charakterze towarowo-pieniężnym.

Dochód wyraża wartościowe rezultaty gospodarowania. Przyjmując elementarną definicję, można stwierdzić, że jest on określoną sumą wartości – strumieniem przyływającym do gospodarującego w oznaczonym czasie.

dochód

Strumień kapitałów pieniężnych przebiegają w gospodarce obok strumieni materialno-rzeczowych, zmieniając stan materialny podmiotów gospodarujących⁶. Stan ten może być częściowo wykorzystany na bezpośrednie zaspokajanie osobistych potrzeb (konsumpcja), a określoną część podmiot gospodarujący może przeznaczyć na uzyskiwanie strumienia nowych wartości – i ta część jego oszczędności jest nazywana *kapitałem*.

strumień
kapitałów
pieniężnych

kapitał

Pojęcie kapitału ma więc charakter funkcyjny, a nie techniczny, dlatego przez związanie z dochodem ujawnia się jego charakter wartościowy.

Kapitał ujmowany w kategorii strumienia jest związany z *teorią wymiany i dystrybucji*. W tym znaczeniu stanowi on szczególny czynnik, który musi mieć rynek w tym teoretycznym znaczeniu, w jakim istnieje rynek dóbr konsumpcyjnych i rynek

rynek kapitałów
pieniężnych

dóbr produkcyjnych. Przyjęto więc, że ten teoretyczny rynek ma w realiach ekonomicznych swój odpowiednik, podobnie jak wspomniane wcześniej dwa rynki dóbr⁷. Nazwano go *rynkiem kapitałów pieniężnych*.

rynek

Rynek – definiowany jako ogół stosunków między podmiotami uczestniczącymi w procesach wymiany – ma niejednorodny charakter. Teza taka wynika ze szczególnego charakteru przedmiotów rynkowej wymiany i podmiotów rynku oraz innych okoliczności towarzyszących tym stosunkom. Uwzględniając ten szczególny charakter, można wyodrębnić różne rodzaje rynku, a podstawę jego wydzielenia stanowi:

- kryterium podmiotów rynku,
- kryterium przestrzenne,
- kryterium przedmiotu wymiany.

kryterium podmiotowe

Rynek w *ujęciu podmiotowym* jest wyrażany jako ogół stosunków między wyodrębnioną grupą podmiotów, na przykład występujących na rynku kapitałów pieniężnych jako wierzyciele i dłużnicy. Kryterium podmiotowe segmentacji rynku nawiązuje zarówno do rodzaju podmiotów, jak i do ich liczby po stronie podaży i popytu⁸.

kryterium przestrzenne

Kryterium przestrzenne umożliwia wydzielenie rynków ze względu na stopień koncentracji przestrzennej ich uczestników.

kryterium przedmiotowe

Z kolei rynek w *ujęciu przedmiotowym* jest określany jako ogół stosunków związanych z danym przedmiotem wymiany. Na podstawie tego kryterium wyróżniono następujące rynki:

- rynek produktów,
- rynek usług,
- rynek pracy,
- rynek kapitałów pieniężnych⁹.

kapitały krótkoterminowe

Kapitały pieniężne są najczęściej analizowane z punktu widzenia dwóch strumieni funduszy. Pierwszy z nich stanowią, zdaniem niektórych ekonomistów, *kapitały krótkoterminowe*, związane z tworzeniem i obiegiem pieniądza transakcyjnego i rezerwowego¹⁰.

kapitały długoterminowe

Z kolei *kapitały długoterminowe* są powiązane z finansowaniem rozwoju gospodarczego, w którego ramach występuje przetwarzanie kapitałów pieniężnych w kapitały rzeczowe.

Zaproponowany podział stanowi podstawę funkcyjnego rozróżnienia dwóch rynków kapitałów pieniężnych. Pierwszy z nich jest łączony z rynkiem pieniężnym, drugi – z rynkiem inwestycyjnym.

Rynek pieniężny można zdefiniować, zgodnie z charakterystyką strumienia, jako miejsce kształtowania się podaży i popytu na pieniądź (najbardziej płynny instrument), w którym odbywają się transakcje kapitałami krótkoterminowymi¹¹. Rozważania dotyczące funkcjonowania rynku pieniężnego są skoncentrowane na mechanizmie tworzenia pieniądza i finansowania międzybankowych obrotów płatniczych. Odrębnym aspektem tego mechanizmu jest zamiana pieniądza gotówkowego na pieniądź bezgotówkowy. Głównymi uczestnikami rynku krótkoterminowych kapitałów pieniężnych są banki¹².

rynek pieniężny

Drugi rynek wyodrębniony z rynku kapitałów pieniężnych jest określany przez niektórych ekonomistów jako *rynek inwestycyjny* (rynek finansowy)¹³. Przedmiot popytu i podaży rynku inwestycyjnego stanowią kapitały długoterminowe. Współczesna literatura przedmiotu zalicza do tego rynku zarówno krótko-, jak i długoterminowe kapitały pieniężne, choć klasycy ekonomii utożsamiają go z rynkiem inwestycyjnym, za którego pośrednictwem następuje zamiana wolnych kapitałów pieniężnych w kapitały związane, przeznaczone na finansowanie rozwoju gospodarczego.

**rynek
inwestycyjny**

Zaprezentowane kryterium podziału nie jest jednorodne, ale stanowi przedmiot dyskusji teoretycznych dotyczących dezagregacji rynku kapitałowego, a w jego granicach – rynku kapitałów pieniężnych.

W światowej i europejskiej literaturze przedmiotu dokonuje się najczęściej podziału rynku kapitałowego ze względu na *kryteria przedmiotowo-czasowe*¹⁴, wyodrębniając na przykład z rynku kredytowego rynek pieniężny i rynek inwestycyjny¹⁵. Podział ten jest jednak bardzo ogólny, gdyż pomija istotę pojęcia kapitałów pieniężnych, szczególnie strumieni kształtujących rynek pieniężny.

**kryteria przedmio-
towo-czasowe**

Dyskusyjne wydają się również klasyfikacje rozpatrujące jednocześnie kapitały rzeczowe i kapitały pieniężne, z pominięciem występujących między nimi rozbieżności funkcjonalnych. Praktyka pokazuje bowiem, że rynek kapitałów pieniężnych wyróżnia się występowaniem silnych dziennych wahań w zakresie kształtowania się podaży i popytu, co odróżnia go od innych rynków kapitałowych, charakteryzujących się pewną stałością podaży i popytu¹⁶.

Godne uwagi przy rozważaniu podziału przedmiotowego rynku kapitałów pieniężnych są kryteria zastosowane w wybranych pozycjach literatury zachodnioeuropejskiej, uwzględniające różnorodność i odmienność definicji opisywanych kapitałów. W stosowanych klasyfikacjach rzadko jest prezentowana

orientacja na kryterium efektywnego, ściśle określonego czasu życia instrumentu (w tym zakresie istnieje arbitralność), a w ramach przeprowadzanych dezagregacji stosuje się najczęściej podziały o charakterze pragmatycznym i historycznym¹⁷.

W wybranych klasyfikacjach niemieckich rynek kapitałów pieniężnych podlega szerokim podziałom i obejmuje: *rynek pieniądza, rynek długoterminowych*

rynek długoterminowych kapitałów pieniężnych

kapitałów pieniężnych oraz pozostałe rynki finansowe (bez określenia istoty rynku finansowego), przy czym rynek długoterminowych kapitałów pieniężnych stanowi płaszczyznę wyodrębnienia:

- rynku kapitałowego w wąskim znaczeniu, czyli zorganizowanego rynku papierów wartościowych,
- rynku kapitałowego w pozostałym znaczeniu¹⁸.

rynek zorganizowany

W klasyfikacji tej przyjęto jednocześnie, że *rynek zorganizowany* to taki rynek, który działa zgodnie z określonymi regułami pozwalającymi zmniejszać koszty przeprowadzania transakcji i na którym handlowcy mogą powszechnie dokonywać wymiany¹⁹.

Występowanie rynków zorganizowanych stanowi przyczynek do klasyfikacji, którą proponuje Michael Brett, dzieląc rynek pieniężny na rynek depozytów i rynek instrumentów dłużnych – bardzo zbliżonych do pieniądza, bo szybko zbywalnych²⁰.

Umowność podziałów rynku kapitałów pieniężnych akcentują również współcześni ekonomiści angielskojęzyczni. Na przykład Roland I. Robinson

rynek kapitałowy papierów wartościowych

i Dwayne Wrightsman jako kryterium podziału przyjmują cel oferty, wydzielając na tej podstawie *rynek kapitałowy papierów wartościowych*, który, ich zdaniem, przyczynia się do gromadzenia pieniędzy w celu sfinansowania wydatków

inwestycyjnych dzięki emisji walorów korporacyjnych. Ostatecznie autorzy ci przyjmują sztuczny podział rynku kapitałów pieniężnych, zaliczając do rynku pieniężnego kontrakty kredytowe z limitem płatności do jednego roku, a do kapitałowego – powyżej tej granicy²¹.

Podziały rynku kapitałów pieniężnych oparte na kryteriach czasowych należy uznać za dyskusyjne, ponieważ krótkie terminy zobowiązań na rynku pieniężnym są zmienne i – jak już wcześniej stwierdzono – arbitralne. Zachodni ekonomiści skłaniają się ku twierdzeniu, że długie i krótkie terminy użyczania lub zapożyczania nie są związane wyłącznie z okresem istnienia zobowiązania²². Długie terminy umów zakładają różne okresy lokat, to zaś, co dana osoba uznaje za „długi termin”, jest odczuciem subiektywnym, a więc zobowiązanie

powyżej jednego roku jest również dozwolone w ramach funkcjonowania rynku krótkoterminowych kapitałów pieniężnych²³.

Wybrani ekonomiści kwestionują także podział rynku kapitałów pieniężnych na rynek pieniężny i rynek inwestycyjny, uznając, że wzrost płynności papierów wartościowych powoduje, że te same zasoby pieniężne mogą występować zarówno na rynku pieniężnym, jak i na rynku finansowym²⁴. Można zgodzić się z tym twierdzeniem, biorąc pod uwagę obecny dynamiczny rozwój zorganizowanych rynków długoterminowych kapitałów pieniężnych. Zdaniem części ekonomistów, hipoteza ta jest dyskusyjna, odmienny jest bowiem charakter popytu i podaży na obu tych rynkach, rządzą się też one odrębnymi prawami²⁵.

Kwestia podziału rynku kapitałów pieniężnych, jak wynika z dotychczas zaprezentowanych poglądów, nie została jednoznacznie rozwiązana. W tym przypadku należy posilkować się przemyśleniami tych ekonomistów, którzy potrafią w zastosowanej systematyce wypuklić współczesne cechy konstytuujące rynek kapitałów pieniężnych. Proponują oni przyjmować ostre klasyfikacje wzmiankowanego rynku. Podział ten wydaje się istotny, znajduje bowiem zastosowanie w dezagregacji rynków i instrumentów emitowanych w państwach Unii Gospodarczo-Walutowej. Jednym z pierwszych zwolenników ścisłych podziałów rynku jest Dawid M. Dars, który wnioskuje o zastosowanie jako kryterium podziału walorów o stałym oprocentowaniu, a ściślej – obligacji, wyodrębniając na tej podstawie z rynku kapitałów pieniężnych *rynek obligacji* i *rynek pieniężny*²⁶. Zaproponowana przez niego klasyfikacja ma charakter przedmiotowy, bardziej funkcyjny niż czasowy.

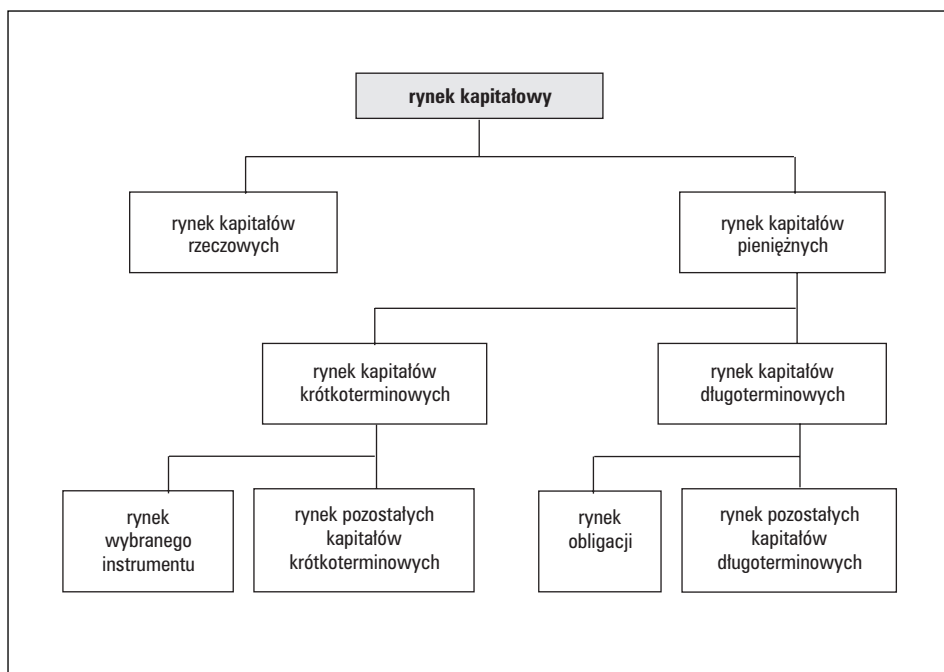
**rynek obligacji
i rynek pieniężny**

Podział zastosowany przez Dawida M. Darsta, w powiązaniu z teorią zasobowego i strumieniowego ujęcia kapitału, pozwala ściśle i całościowo wydzielić rynek kapitałowy. Ostre, przedmiotowe kryteria podziału rynku kapitałów pieniężnych przedstawiono na ilustracji 1.1.

Klasyfikacja rynku kapitałowego charakteryzuje się arbitralnością, ponieważ na przepływ funduszy pieniężnych między podmiotami gospodarującymi można spojrzeć z dwóch punktów widzenia. Pierwszy z nich jest związany z obserwacją podmiotu zasilającego (wierzyciela, lokującego, rentiera, inwestora), drugi uwzględnia przepływy kapitałowe od strony podmiotu zasilanego (dłużnika). W pierwszym wypadku, jeśli transakcja ma charakter długoterminowy, zaliczamy ją do rynku długoterminowych kapitałów pieniężnych, a jeśli ma ona charakter krótkoterminowy – do rynku krótkoterminowych kapitałów pieniężnych.

**klasyfikacja rynku
kapitałowego**

Przy takim podejściu mogą się pojawić rozbieżności między zamierzonymi (*ex ante*) a osiągniętymi (*ex post*) okresami pozostawienia kapitałów do dyspozycji dysponenta. Takie spojrzenie na strukturę czasową strumieni finansowych spowodowało konieczność przyjęcia drugiego punktu widzenia, co oznacza,

Ilustracja 1.1. Ostre kryteria podziału rynku kapitałów pieniężnych

Źródło: E. Gruszczyńska-Brozbar, *Giełdowa alokacja kapitałów pieniężnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2002, s. 21.

że okres, w którym podmiot zasilany rozporządza środkami płatniczymi, jest decydujący z punktu widzenia podziału rynku kapitałów pieniężnych na rynki kapitałów krótko- i długoterminowych. Jeśli kapitały nie mogą być odebrane (na przykład kapitał akcyjny) lub natychmiast wykupione przez emitenta (na przykład obligacje), to taki obrót następuje na rynku długoterminowych kapitałów pieniężnych²⁷.

kapitały pieniężne

Podział rynku kapitałów pieniężnych zależy, jak już wspomniano, od zastosowanego kryterium podziału. Interpretując schemat zaprezentowany na ilustracji 1.1, można stwierdzić, że *kapitały pieniężne* składają się z następujących strumieni funduszy:

- kapitałów krótkoterminowych,
- kapitałów długoterminowych.

kapitały długoterminowe

W ramach *kapitałów długoterminowych* wydzielono *rynek obligacji* i *rynek pozostałych kapitałów długoterminowych*. Ścisły podział rynku długoterminowych kapitałów pienięż-

nych znajduje uzasadnienie w tym, że obligacja nie tylko może spełniać funkcje inwestycyjne, rozwojowe, ale także stanowić instrument długu publicznego.

Podobnie – przyjmując ostre kryteria podziału – można zdezagregować *krótkoterminowe kapitały pieniężne*. Z jednej strony tworzą je krótkoterminowe papiery wartościowe, emitowane nie tylko przez banki, ale także przez inne podmioty gospodarujące. Z drugiej strony jest to rynek pozostałych kapitałów krótkoterminowych, czynnościowo i funkcyjnie powiązany przede wszystkim z działalnością banków.

**kapitały
krótkoterminowe**

Taki podział rynku kapitałowego charakteryzuje się pewnym dualizmem, gdyż nie tylko informuje o przeznaczeniu kapitałów pieniężnych, ale także klasyfikuje strumienie w ujęciu czasowym. Jednocześnie należy zauważyć, że między oboma rynkami kapitałów występuje stałe przemieszczanie funduszy pieniężnych (odbywa się ciągła transformacja kapitałów krótkoterminowych na długoterminowe i odwrotnie).

Zaprezentowane poglądy dotyczące podziału rynku kapitałów pieniężnych mają charakter ponadczasowy i są powszechnie uznawane w środowiskach naukowych państw Unii Europejskiej. Na charakter funkcyjny podziałów wskazują także interpretacje orzeczeń Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości, opracowywane przez autorytety naukowe w dziedzinie ekonomii. Praktyka rynku kapitałów pieniężnych państw Unii Gospodarczo-Walutowej osadzona jest jednak w semantyce rynku finansowego.

Obecnie Europejski Trybunał Sprawiedliwości daje szeroką wykładnię swobody przepływu kapitału, uznając, że dotyczy ona między innymi²⁸:

**wykładnia swo-
body przepływu
kapitału**

- udzielania kredytów bankowych na cele inwestycyjne,
- obrotu akcjami i obligacjami,
- ustanowienia hipoteki.

Oznacza to, że z jednej strony Europejski Trybunał Sprawiedliwości, jak się wydaje, kontynuuje swoje postanowienia w zakresie funkcyjnego pojmowania kapitału finansującego inwestycje i jego wyłączenia z funkcji transakcyjnych, należących już do swobody przepływu płatności. Jednocześnie zauważono w orzecznictwie trybunału doniosłe znaczenie przypisywane pierwotnemu i wtórnemu rynkowi papierów wartościowych jako miejscu, za którego pośrednictwem może nastąpić przepływ i tworzenie kapitału. Z drugiej zaś strony, z analizy praktyki działalności instytucji finansowych Unii Gospodarczo-Walutowej wynika, że powszechnie są stosowane klasyfikacje czasowo-przedmiotowe rynku kapitałów pieniężnych. Należy zaznaczyć, że nie są one pozbawione aspektów funkcjonalnych i podlegają kolejnym podziałom w ramach rynków, przedstawionych w tabeli 1.1.

Tabela 1.1. Systematyka rynku finansowego

Kryterium podziału rynku finansowego	Rodzaje rynków
Czas życia instrumentu finansowego	• pieniężne • kapitałowe
Przeznaczenie gromadzonych kapitałów	• pieniężne • kapitałowe • walutowe
Wielkość transakcji	• hurtowe • detaliczne
Płynność instrumentu finansowego	• rynek otwarty (powszechnych transakcji finansowych) • rynek zindywidualizowanych transakcji finansowych
Czas między zawarciem a realizacją transakcji	• rynki kasowe • rynki terminowe
Waluta a miejsce zawarcia transakcji	• eurorynki pieniężne • eurorynki kapitałowe

transakcje instrumentami finansowymi

Jak już wskazano, podstawowy podział *transakcji dotyczących instrumentów finansowych* wywodzi się w praktyce państw strefy euro z rynku finansowego, będącego jednym z ogniw systemu finansowego. Rynek ten jest definiowany jako miejsce zawierania transakcji takimi instrumentami finansowymi, jak²⁹:

- ubezpieczenia na życie,
- depozyty bankowe,
- certyfikaty depozytowe,
- obligacje, akcje, weksle, opcje walutowe itp.

instrumenty finansowe jako przyrzeczenia

Ekonomiczna istota instrumentów finansowych zawiera się w tym, że są one obietnicami, że ulokowane w określonym czasie środki płatnicze zostaną zwrócone w wyznaczonej czasowo przyszłości wraz z odsetkami, dywidendą albo z innym typem płatności. Instrumenty płatnicze są więc przyrzeczeniami, co oznacza, że zaufanie do ich emitentów jest podstawowym wyznacznikiem funkcjonowania tych instrumentów³⁰.

rynek finansowy

Inna definicja, przyjęta w niniejszym opracowaniu jako podstawowa, określa *rynek finansowy* jako ogół transakcji papierami wartościowymi będącymi instrumentami udzielania kredytów krótko- i długoterminowych³¹.

Do najważniejszych funkcji rynku finansowego należy zaliczyć:

- łączenie przeciwstawnych interesów stron transakcji kapitałami pieniężnymi,

- alokację funduszy w celu produktywnego ich wykorzystania (funkcja kapitałowo-redystrybucyjna),
- obrót środkami płatniczymi i funkcjonowanie systemu płatniczego państwa (funkcja monetarna),
- kontrolę nad strumieniami pieniężnymi (funkcja kontrolna),
- obniżanie kosztów transakcyjnych.

Rynek finansowy rozpatrywany ze względu na czas zapadalności instrumentu dzieli się na rynek pieniężny i rynek kapitałowy.

Rynek pieniężny jest na ogół charakteryzowany jako miejsce dokonywania krótkoterminowych operacji kapitałami pieniężnymi. Okres życia instrumentów tego rynku nie przekracza jednego roku. Klasyfikacja taka jest jednak bardzo uproszczona, gdyż czas zapadalności instrumentu finansowego wiąże się z jego przeznaczeniem, czyli aspektem funkcyjnym, wskazanym pośrednio w orzecznictwie Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości.

rynek pieniężny

Operacje zawierane za pośrednictwem rynku pieniężnego są zbieżne z już wzmiankowanymi operacjami na rynku krótkoterminowych kapitałów pieniężnych. Główna funkcja tego rynku sprowadza się do:

operacje na rynku pieniężnym

- przynoszenia strumienia nowych wartości z ulokowanych krótkookresowo środków płatniczych,
- zapewnienia ciągłości regulowanych zobowiązań,
- uzupełniania krótkoterminowych niedoborów płynności.

Jak wynika z literatury przedmiotu, termin „rynek pieniężny” jest ogólnie powiązany z hurtowym rynkiem krótkoterminowych instrumentów dłużnych o małym ryzyku i dużej płynności³². Jednocześnie rynek pieniężny różni się od innych rynków finansowych tym, że w ramach jego funkcjonowania są zawierane transakcje międzybankowe o dużej wartości. Rynek pieniężny strefy euro odgrywa decydującą rolę w decyzjach transmisji polityki monetarnej Europejskiego Banku Centralnego (European Central Bank, ECB), co jest szczegółowo komentowane w jego publikacjach poświęconych polityce monetarnej.

rynek pieniężny strefy euro

Literatura przedmiotu coraz częściej wskazuje, że rynek pieniężny nie jest monolitem, ale sumą różnych rynków związanych z funkcjonowaniem określonych instrumentów używanych przez czynnych pośredników rynku pieniężnego. Przyjmuje się – zaprezentowane wcześniej – ostre kryteria podziału, w których ramach istotne znaczenie mają następujące segmenty rynku pieniężnego:

- rynek niezabezpieczonych depozytów,

- rynek repo,
- rynek swapów,
- rynek futures dla instrumentów krótkoterminowych,
- rynek krótkoterminowych papierów wartościowych (bonów skarbowych, papierów komercyjnych, certyfikatów depozytowych i innych aktywów)³³.

rynek kapitałowy

Z technicznego punktu widzenia, *rynek kapitałowy* – skupiając podaż kapitału długoterminowego – obejmuje operacje instrumentami z terminem życia powyżej roku, umożliwiając odkładanie oszczędności i ich zamianę w inwestycje. Istotnym zadaniem opisywanego rynku jest bieżąca ocena działalności emitentów, stąd kapitały są kierowane na realizację najefektywniejszych przedsięwzięć. Cechą charakterystyczną rynku kapitałowego jest przekształcenie różnych wolnych kapitałów pieniężnych w tzw. kapitały związane, czyli w kapitały obligacyjne i akcyjne. Narzędziem tak określanej przemiany jest zawsze papier wartościowy, który wiąże źródło finansowe z emitentem.

rynek międzybankowy i pozabankowy

Kryterium instytucjonalne i organizacyjne rynku pieniężnego pozwala wydzielić:

- rynek międzybankowy (zamknięty), za którego pośrednictwem są prowadzone operacje zastrzeżone wyłącznie dla banków,
- rynek pozabankowy (otwarty), skupiający wszystkie transakcje instrumentami, które nie mieszczą się w strukturze rynku międzybankowego.

rynek detaliczny i hurtowy

Bardziej przejrzysty w ocenie zasad funkcjonowania rynku pieniężnego jest jego podział ze względu na wielkość zawieranych transakcji, który pozwala wyróżnić:

- rynek detaliczny, rozumiany jako miejsce dokonywania szeroko dezagregowanych operacji bankowych z klientami,
- rynek hurtowy, traktowany jako rynek lokat międzybankowych i krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych.

rynek giełdowy i pozagiełdowy

rynek powszechnych i indywidualizowanych transakcji finansowych

Klasyfikacją dotyczącą tylko rynku kapitałowego i wynikającą z przyczyn administracyjnych i organizacyjnych jest jego podział na *rynek giełdowy* i *rynek pozagiełdowy*.

Analiza płynności instrumentu finansowego umożliwia wyodrębnienie *rynku powszechnych transakcji finansowych*, obejmującego przede wszystkim instrumenty depozytowe, kredytowe i ubezpieczeniowe. Immanentną cechą tego rynku jest powszechny dostęp do niego oraz obrót w systemie aukcyjnym dokonywany instrumentami zamiennymi

(wystandaryzowanymi) o dużej płynności. Odwrotne cechy charakteryzują *rynki zindywidualizowanych transakcji finansowych*.

Klasyfikacja rynku ze względu na czas między zawarciem a realizacją transakcji pozwala wyróżnić *rynki kasowe*, na których transakcje są rozliczane na bieżąco. Z kolei w przypadku *rynku terminowego* umowa zawarta między stronami przewiduje różnicę między momentem zawarcia i realizacji transakcji.

**rynek kasowy
i terminowy**

Zawarcie transakcji w innej walucie niż waluta miejsca transakcji umożliwia wyodrębnienie *eurorynków* pieniężnych i kapitałowych. Mogą one dotyczyć każdego rodzaju rynku finansowego.

eurorynki

Zaprezentowane podziały rynku finansowego opisują go w sposób techniczny i pozwalają umiejscowić określony instrument albo operację w wyodrębnionej strukturze. Coraz częściej literatura przedmiotu powołuje się na mechanizm funkcjonowania rynku pieniężnego, wskazując płaszczyzny jego podziału w ramach podejmowania określonych działań przez instytucje tego rynku. Główny nacisk kładzie się na klasyfikację rynku, biorąc pod uwagę jego aspekty instytucjonalne, na przykład ryzyko w pośrednictwie bankowym, konsolidację giełd pieniężnych, zastosowanie technologii i serwisu finansowego³⁴.

Należy zauważyć, że poszczególne rodzaje rynków finansowych skupiają operacje zawierane przez inwestorów indywidualnych lub instytucjonalnych. Ważnymi uczestnikami tych rynków są pośrednicy finansowi.

Uczestnicy rynku finansowego

Elżbieta Gruszczyńska-Broźbar

Kryterium podmiotowe segmentacji rynku nawiązuje, jak wcześniej wskazano, do rodzaju podmiotów oraz ich liczby po stronie podaży i popytu. Ze względu na charakter niniejszego opracowania, omawiającego rynek papierów wartościowych, zawężono rozważania do klasyfikacji podmiotowej tego rynku.

Na ilustracji 1.2 przedstawiono uczestników rynku papierów wartościowych.

Rynek papierów wartościowych skupia poszczególne podmioty, które zarządzają swoimi zasobami pieniężnymi. *Podaż kapitałów na rynku finansowym* jest reprezentowana przez:

**strona podaży
na rynku
finansowym**

- osoby prywatne, które przeznaczają swoje oszczędności na przyszłe zakupy lub lokaty w papierach wartościowych,

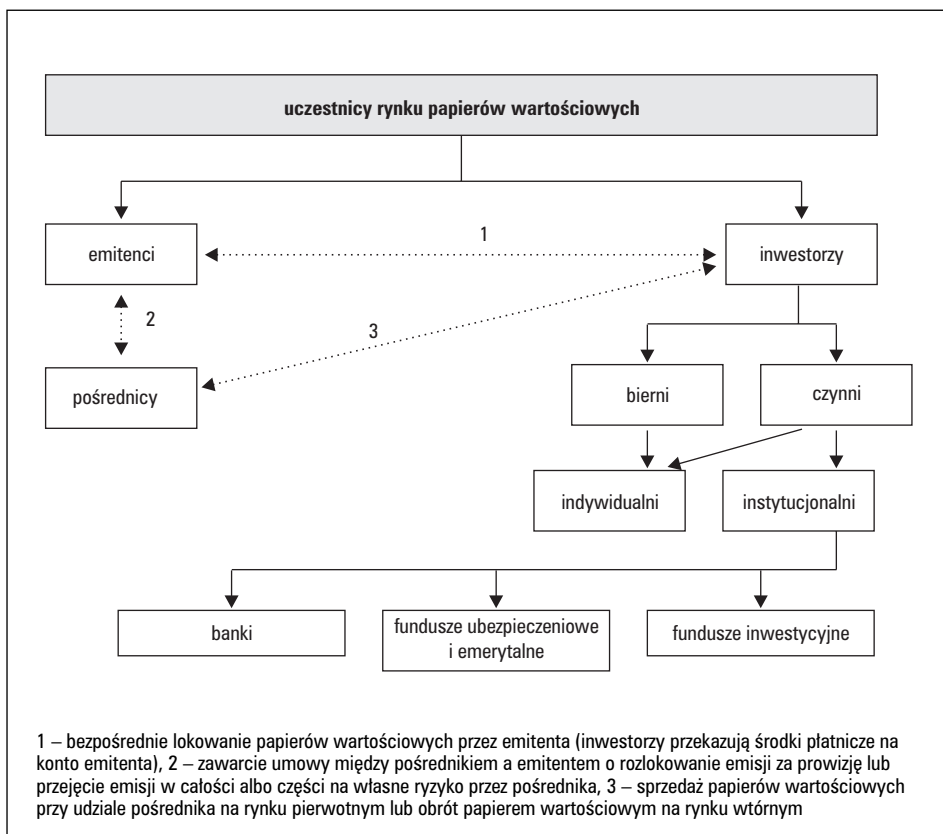
- banki, które lokują swoje zasoby kapitałowe,
- państwo, które inwestuje dochody pozyskiwane za pomocą systemów podatkowych i w ramach długu publicznego,
- przedsiębiorstwa, które alokują zyski pozostające po dokonaniu podziału zysków (zasoby pieniężne, dla których poszukuje się dochodowej i bezpiecznej lokaty),
- fundusze inwestycyjne, emerytalne i ubezpieczeniowe³⁵.

Można więc przyjąć, że infrastrukturę ekonomiczną rynku finansowego stanowią: oszczędności indywidualne gospodarstw domowych, oszczędności zbiorowe towarzystw społecznych i ubezpieczeniowych oraz funduszy emerytalnych, zyski

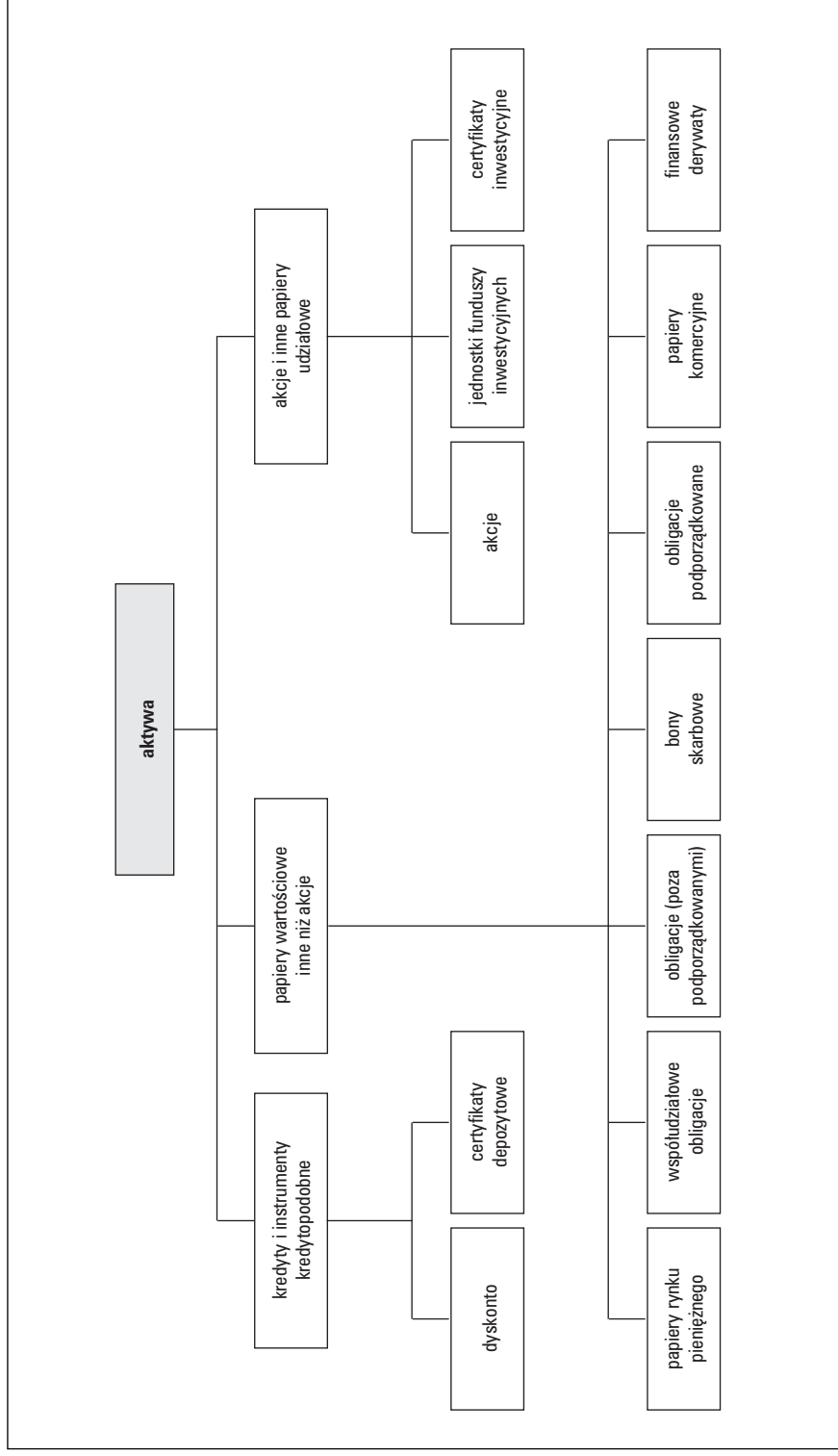
**inwestorzy
(alokujący)**

przedsiębiorstw i oszczędności gromadzone przez budżet. Wymienione podmioty w języku potocznym są nazywane *inwestorami*, a w literaturze przedmiotu – *alokującymi*.

Ilustracja 1.2. Uczestnicy rynku papierów wartościowych

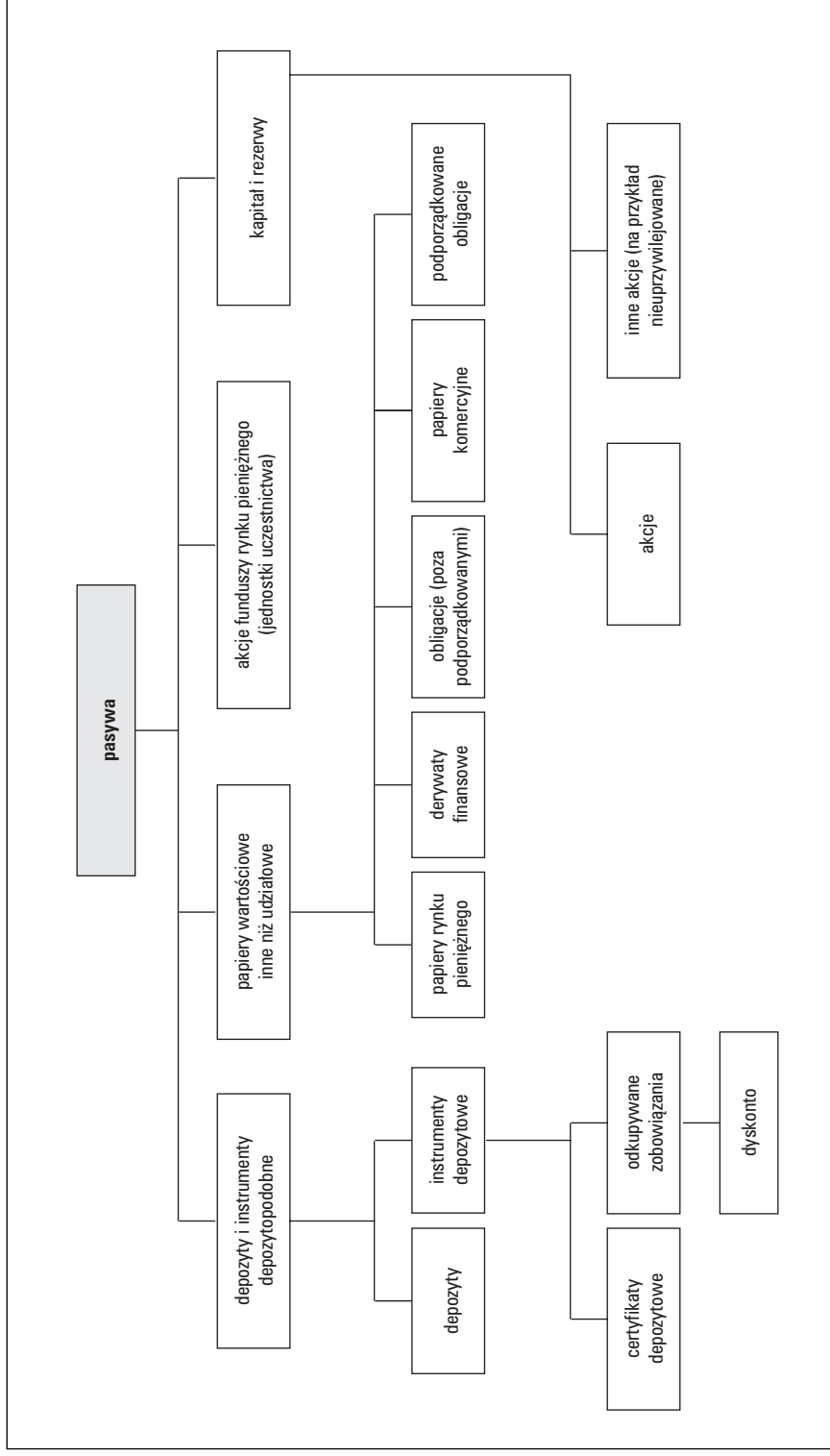


Ilustracja 1.3. Papiery wartościowe występujące w wybranych pozycjach aktywów instytucji bankowych



Źródło: *Financial Instruments and Other Items Monetary and Financial Statistics*, Banco de Portugal (Boletim Estatístico), marzec 2004, s. 244–246.

Ilustracja 1.4. Papiery wartościowe występujące w wybranych pozycjach pasywów instytucji bankowych



Źródło: *Financial Instruments and Other Items Monetary and Financial Statistics*, Banco de Portugal (Boletim Estatístico), marzec 2004, s. 244–246.

W grupie alokujących wyróżnia się inwestorów biernych i czynnych oraz indywidualnych i instytucjonalnych.

Uważa się, że *inwestor bierny* to najczęściej osoba z awersją do ryzyka, która nabywa papiery wartościowe długoterminowo, aby pozyskiwać z nich dochód odsetkowy lub dywidendowy. Przeciwnieństwem inwestora biernego jest *inwestor czynny* – skłonny do ryzyka i podejmujący działania krótkookresowe, obliczone przede wszystkim na wysokie zyski kapitałowe.

**inwestor bierny
i czynny**

Każdy posiadacz wolnych środków płatniczych może je alokować na podstawie osobiście podejmowanych decyzji, korzystając ewentualnie z opinii lub rekomendacji maklerskich. Osoba taka jest określana mianem *inwestora indywidualnego*. Istotną rolę na rynkach kapitałów pieniężnych państw strefy euro odgrywają jednak *inwestorzy instytucjonalni*, czyli firmy i instytucje, które profesjonalnie zajmują się lokowaniem w walorach kapitałów powierzanych im w formie depozytów, składek ubezpieczeniowych lub zakupu rent. Wyróżnia się dwie podstawowe grupy inwestorów instytucjonalnych. Pierwszą z nich stanowią instytucje ubezpieczeniowe i emerytalne, lokujące znaczną część środków pozyskanych ze składek klientów w papiery wartościowe. Podmioty te niechętnie podejmują ryzyko, preferują lokaty bezpieczne, chroniące jednak przed skutkami deprecjacji waluty³⁶. Postępowanie takie jest im w dużej mierze narzucone przez prawo.

**inwestor
indywidualny
i instytucjonalny**

Drugą grupę tworzą banki, które w papierach wartościowych lokują część swoich środków rezerwowych wspierających utrzymanie bieżącej płynności płatniczej³⁷. Instytucje te są traktowane w państwach Unii Gospodarczo-Walutowej jako fundament rozwoju rynku finansowego, ponieważ operacji papierami wartościowymi dokonują zarówno w pozycjach bilansowych aktywnych, jak i pasywnych (ilustracja 1.3, 1.4).

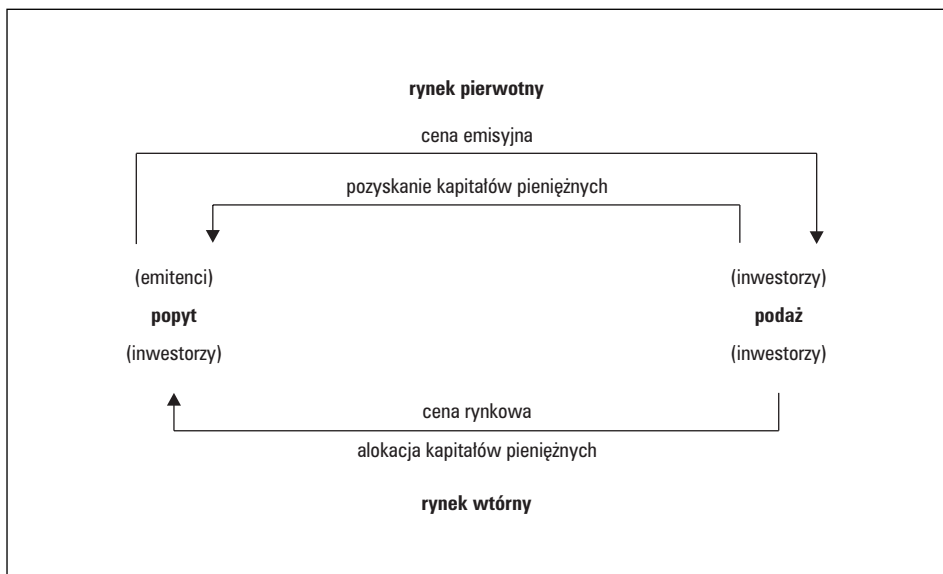
Należy jednocześnie podkreślić duże zróżnicowanie w zakresie klasyfikacji podmiotowej instytucji bankowych w krajach Unii Gospodarczo-Walutowej. Największa liczba podmiotów o charakterze kredytowym i inwestycyjnym występuje w Niemczech, we Francji, w Finlandii i Hiszpanii³⁸.

Mechanizm funkcjonowania rynku kapitałów pieniężnych wiąże przeciwstawne interesy stron transakcji kapitałami pieniężnymi (ilustracja 1.5), co oznacza, że oprócz podaży w jego ramach jest analizowany również popyt.

Popyt na kapitały jest zgłaszany na rynku przez emitentów, którzy wystawiają lub wypuszczają papiery wartościowe we własnym imieniu. Do grupy tych emitentów można zaliczyć³⁹:

**strona popytu
na rynku
finansowym**

- państwo i jednostki samorządu terytorialnego emitujące pożyczki w celu pokrycia swoich potrzeb finansowych,

Ilustracja 1.5. Mechanizm rynku papierów wartościowych

- przedsiębiorstwa państwowe zaciągające pożyczki w postaci akcji, obligacji i innych instrumentów,
- przedsiębiorstwa prywatne,
- instytucje o charakterze publicznoprawnym wypuszczające walory w celu realizacji inwestycji,
- banki, fundusze inwestycyjne i inne instytucje finansowe.

Między wymienionymi uczestnikami rynku finansowego istnieje bezpośrednia więź, która wynika z posługiwania się przez nich w zawieranych transakcjach papierem wartościowym. Transakcje te odbywają się w mechanizmie rynkowym przy współudziale pośredników finansowych.

pośrednicy finansowi

Do *pośredników finansowych*, będących ogniwami łączącymi wszystkie sektory rynku kapitałów pieniężnych, zalicza się banki, instytucje lokacyjne i instytucje obrotu papierami wartościowymi (w tym giełdy i rynki pozagiełdowe), a także instrumenty finansowe o charakterze lokacyjnym i pożyczkowym. Instytucje te tworzą infrastrukturę organizacyjną, która umożliwia przetwarzanie pieniądza na aktywa płynne i kapitału krótkoterminowego na kapitał rzeczowy. Natomiast instrumenty finansowe wiążą pod względem formalnoprawnym długi i wierzytelności, pełniąc funkcję technicznych elementów płynności tego rynku⁴⁰.

Główną rolą pośredników finansowych jest także umiejscowienie zysków i oszczędności, aby trafiły one od podmiotów gospodarujących, które dyspo-

nują nadmiarem kapitałów pieniężnych, do podmiotów, które zgłaszają na nie popyt⁴¹.

Za najważniejsze zadanie mechanizmu rynku papierów wartościowych uznaje się przekształcanie wkładów krótkoterminowych, średnioterminowych i długoterminowych na wierzytelności długoterminowe (na przykład obligacje) lub na lokaty udziałowe w przedsiębiorstwach (na przykład akcje). W mechanizmie rynkowym jest także analizowane przemieszczanie niewykorzystanych w kraju oszczędności i ich zamiana na wierzytelności zagraniczne⁴².

Istotne znaczenie dla funkcjonowania instytucji finansowych będących pośrednikami rynkowymi ma *zasada jednolitej licencji*. Dotyczy ona wszystkich państw Unii Europejskiej, a więc także krajów strefy euro. Akceptacja jednolitej licencji stała się możliwa dzięki zharmonizowaniu minimalnych wymagań funkcjonalnych wobec instytucji finansowych oraz przyjęciu zasady wzajemnego uznawania przepisów narodowych.

**zasada jednolitej
licencji**

Minimalne wymagania określono licznymi dyrektywami dotyczącymi działalności sektora bankowego, rynku ubezpieczeniowego i rynku papierów wartościowych. Biorąc pod uwagę różnorodność regulacji prawnych i brak konsensusu państw członkowskich Unii Europejskiej w wielu kwestiach funkcjonalnych rynku, wzajemne uznawanie przepisów narodowych należy uznać za rozwiązanie lepsze niż ustalenie wspólnych jednolitych przepisów w tym zakresie⁴³.

**minimalne wymaga-
nia i wzajemne
uznawanie przepi-
sów narodowych**

Konsekwencją takiego podejścia jest to, że instytucja, która uzyskała zezwolenie na prowadzenie działalności w jednym kraju członkowskim, zgodnie z zasadą jednolitej licencji ma prawo podejmować ją bez odrębnego zezwolenia w innym państwie z tej strefy. Sprzedaż usług odbywa się na podstawie swobody świadczenia usług i swobody osiedlania się, co znajduje odzwierciedlenie w tworzeniu oddziałów i filii. Jednocześnie należy zaznaczyć, że wykonywanie określonych czynności poza krajem macierzystym wymaga dostosowania się do wspólnie wypracowanych regulacji.

Instytucje rynku finansowego podlegają szerokiej interwencji państwa. Literatura przedmiotu komentuje przyczyny takiego postępowania, wymieniając następujące jego przesłanki⁴⁴:

**interwencja
państwa na rynku
finansowym**

- ogłoszenie upadłości jednej instytucji może wywołać tzw. efekt domina, czyli upadek innych podmiotów o takim samym profilu działalności,
- osoby zarządzające instytucjami pośrednictwa są wynagradzane w zależności od osiągniętych zysków, co obliguje państwo do ochrony akcjonariuszy i wierzycieli,

- asekuracja przed określonym zdarzeniem powoduje, że staje się ono bardziej prawdopodobne niż w sytuacji przed ubezpieczeniem (tzw. ryzyko moralne),
- posiadanie informacji poufnych przez zarządy spółek i inne osoby związane z ich funkcjonowaniem rodzi problem asymetrii informacji (przeciwdziała się takiej sytuacji, zakazując wykorzystywania informacji poufnych w obrocie papierami wartościowymi).

Wskazane cele wymagają stosowania określonych regulacji przez państwa Unii Gospodarczo-Walutowej. Najistotniejsze z nich można przyporządkować do regulacji⁴⁵:

- strukturalnych, określających warunki podejmowania działalności oraz jej zasięg terytorialny, a także rodzaje świadczonych usług,
- ostrożnościowych, obejmujących zasady zarządzania instytucją finansową,
- asekuracyjnych, skupiających się na ochronie inwestorów i wierzycieli przed oszustwami, nadużyciami oraz złym zarządzaniem powierzonymi kapitałami.

instytucje nadzoru

Regulacje te nie są jednolite dla poszczególnych segmentów rynku finansowego Unii Gospodarczo-Walutowej. Nie wydaje się konieczna prezentacja wszystkich przepisów dotyczących działania rynku finansowego. Charakterystykę ich zawężono do podstawowych regulacji związanych z funkcjonowaniem rynku papierów wartościowych w państwach Unii Gospodarczo-Walutowej, które ujęto⁴⁶ w tabeli 1.2.

Rynek finansowy podlega kontroli ze strony *instytucji nadzoru*, których zadaniem jest czuwanie nad bezpieczeństwem funkcjonowania podmiotów będących pośrednikami na tym rynku. Zadanie to wynika z wielu celów szczegółowych, obligatoryjnie nałożonych na instytucje nadzoru. Podstawowym celem jest zabezpieczenie interesów wierzycieli.

Tabela 1.2. Funkcjonowanie rynku papierów wartościowych państw Unii Gospodarczo-Walutowej w świetle podstawowych regulacji prawnych

Dyrektywa	Zakres regulacji
85/611/EEC z 20 grudnia 1985 roku	Koordinacja ustaw, rozporządzeń i przepisów administracyjnych dotyczących przedsiębiorstw wspólnego inwestowania
89/298/EWG z 17 kwietnia 1989 roku	Koordinacja wymagań dotyczących sporządzania, badania i rozpowszechniania prospektów publikowanych w ramach publicznej oferty sprzedaży zbywalnych papierów wartościowych
03/6/WE z 28 stycznia 2003 roku	Koordinacja przepisów dotyczących przeciwdziałaniu wykorzystywaniu informacji poufnych i manipulacji na rynku
91/308/EWG z 10 czerwca 1991 roku	Ochrona przed wykorzystywaniem systemu finansowego do prania brudnych pieniędzy