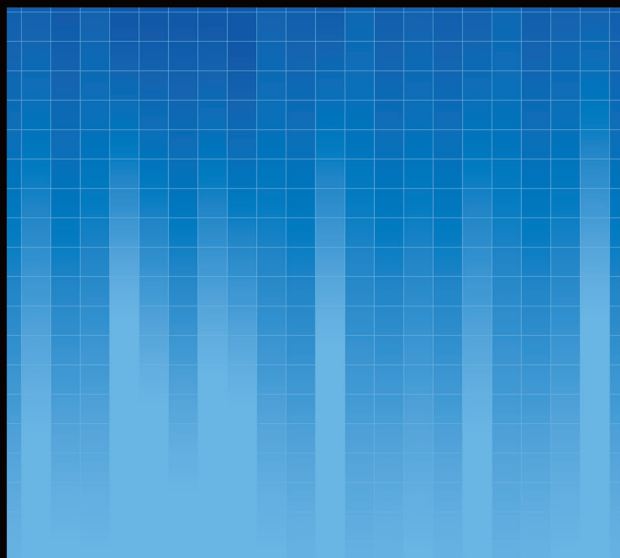


INSTRUMENTY DŁUŻNE W GOSPODARCE

DOROTA CZECHOWSKA (red.)



 **CEDEWU.PL**

WYDAWNICTWA FACHOWE

Rozdział I: 1.1-1.2.3 – I. Dorota Czechowska; 1.2.4-1.2.7 – Zygmunt Konieczny; 1.3 – Maciej Dykto;
1.4. – Radosław Witczak
Rozdział II: 2.1-2.2 – I. Dorota Czechowska; 2.3. – Maciej Dykto, Zygmunt Konieczny
Rozdział III: 3.1-3.2 – Maciej Dykto; 3.3. – Dagmara Hajdys; 3.4. – Zygmunt Konieczny;
3.5 – Agnieszka Mikulska
Rozdział IV: 4.1. – Tomasz Uryszek; 4.2. – Dagmara Hajdys; 4.3. – I. Dorota Czechowska;
4.4. – Zygmunt Konieczny

Recenzja: prof. dr hab. Jerzy Węclawski

© Copyright do wydania polskiego CeDeWu Sp. z o.o.
Wszelkie prawa zastrzeżone.

Zabronione jest kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakimkolwiek celu oraz postaci bez pisemnej zgody autorów i wydawcy.

Wydawnictwo CeDeWu oraz autorzy dołożyli wszelkich starań, aby treści zawarte w niniejszej publikacji były kompletne i rzetelne. Nie biorą jednak odpowiedzialności za ich wykorzystanie ani za związane z tym ewentualne naruszenie praw autorskich oraz za skutki działań wynikłe z wykorzystania informacji zawartych w książce.

Zdjęcie (grafika) udostępniona dzięki iStockPhoto.com

Projekt okładki: Agnieszka Natalia Bury

DTP: CeDeWu Sp. z o.o.

Wydanie I, Warszawa 2010
ISBN 978-83-7556-198-2
EAN 9788375561982

Wydanie I elektroniczne, Warszawa 2014
ISBN 978-83-7941-120-7

Wydawca: CeDeWu Sp. z o.o.

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47/49
e-mail: cedewu@cedewu.pl
Redakcja wydawnictwa: (4822) 374 90 20 lub 22
Fax: (4822) 827 38 89

Księgarnia Ekonomiczna

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47
Tel.: (4822) 396 15 00...01
Fax: (4822) 827 38 89

Ekonomiczna Księgarnia Internetowa

www.cedewu.pl
www.4books.pl

Made in Poland

Spis treści

Wprowadzenie	9
--------------------	---

Rozdział 1

Instrumenty dłużne na tle rynku finansowego.	13
1.1. Rynek finansowy i jego struktura	13
1.1.1. Różnorodność segmentów rynku finansowego.	13
1.1.2. Pojęcie instytucji finansowych i zakresu ich działania	17
1.1.3. Ewolucja pojęcia instrumentów finansowych związana z dematerializacją	23
1.1.4. Klasyfikacja instrumentów finansowych	25
1.2. Charakterystyka instrumentów dłużnych	28
1.2.1. Aspekt pojęciowy i charakterystyka instrumentów dłużnych	28
1.2.2. Regulacje prawne dotyczące instrumentów dłużnych	29
1.2.3. Zalety i wady instrumentów dłużnych	32
1.2.4. Kapitalizacja	33
1.2.5. Płynność walorów	35
1.2.6. Zróżnicowanie uczestników rynku instrumentów dłużnych	35
1.2.6.1. Emitenci krajowi i zagraniczni	36
1.2.6.2. Inwestorzy indywidualni i instytucjonalni	36
1.2.6.3. Postawa wobec ryzyka	37
1.2.6.4. Różne motywy działania inwestorów	38

1.2.7. Metody i techniki wykorzystywane do wyceny instrumentów dłużnych	39
1.2.7.1. Wycena krótkoterminowych instrumentów dłużnych	39
1.2.7.1.1. Instrumenty krótkoterminowe o podstawie dyskontowej	39
1.2.7.1.2. Instrumenty krótkoterminowe o podstawie dochodowej	41
1.2.7.2. Wycena obligacji. Cena nominalna, emisyjna, rynkowa, wartość bieżąca	43
1.2.7.3. Stopy zwrotu. Nominalna, prosta, YTM	50
1.2.7.4. Obligacje o zmiennym oprocentowaniu	52
1.2.7.5. Wycena obligacji zerokuponowych	52
1.2.7.6. Duration	53
1.3. Ryzyko związane z inwestycjami w instrumenty dłużne	54
1.4. Opodatkowanie dochodów z instrumentów dłużnych	57
1.4.1. Modele opodatkowania dochodów z kapitałów	58
1.4.2. Opodatkowanie dochodów z instrumentów dłużnych uzyskiwanych przez osoby fizyczne	60
1.4.3. Opodatkowanie dochodów z instrumentów dłużnych uzyskiwanych przez osoby prawne	65
1.4.4. Ocena polskich rozwiązań	67

Rozdział 2

Krótkoterminowe instrumenty dłużne	75
2.1. Bony pieniężne	75
2.1.1. Istota bonów pieniężnych	75
2.1.2. Mechanizm funkcjonowania bonów pieniężnych	77
2.1.2.1. Charakterystyka przetargów	77
2.1.2.2. Opłacalność lokat w bony pieniężne	79
2.1.2.3. Ocena bonów pieniężnych	81
2.2. Bony skarbowe	83
2.2.1. Istota bonów skarbowych	83
2.2.2. Mechanizm funkcjonowania bonów skarbowych	84
2.2.2.1. Charakterystyka przetargów	86
2.2.2.2. Opłacalność lokat w bony skarbowe	88
2.2.2.3. Ocena bonów skarbowych	89
2.2.3. Porównanie bonów pieniężnych i skarbowych	90
2.3. Krótkoterminowe instrumenty dłużne przedsiębiorstw	93

2.3.1. Aspekt definicyjny krótkoterminowych instrumentów dłużnych przedsiębiorstw	93
2.3.2. Podstawy prawne krótkoterminowych instrumentów dłużnych przedsiębiorstw	95
2.3.3. Funkcje i cechy krótkoterminowych instrumentów dłużnych przedsiębiorstw	99
2.3.4. Proces emisji krótkoterminowych instrumentów dłużnych przedsiębiorstw	100
2.3.5. Konsekwencje dla banków wynikające z istnienia krótkoterminowych instrumentów dłużnych przedsiębiorstw	103
2.3.6. Porównanie krótkoterminowych instrumentów dłużnych przedsiębiorstw i kredytów bankowych	105
2.3.7. Emisja krótkoterminowych instrumentów dłużnych przedsiębiorstw	107
2.3.8. Ocena krótkoterminowych instrumentów dłużnych przedsiębiorstw	110
Rozdział 3	
Długoterminowe instrumenty dłużne.	115
3.1. Charakterystyka obligacji	115
3.1.1. Cechy obligacji.	115
3.1.2. Podstawy prawne emisji obligacji	119
3.1.3. Publiczny i niepubliczny obrót obligacjami	122
3.2. Obligacje skarbowe	124
3.2.1. Cechy obligacji skarbowych	124
3.2.2. Podstawy prawne emisji obligacji skarbowych	125
3.2.3. Rodzaje obligacji skarbowych emitowanych przez Skarb Państwa	127
3.2.3.1. Obligacje oferowane w sieci sprzedaży detalicznej.	127
3.2.3.2. Obligacje skarbowe oferowane na przetargach – hurtowe	131
3.2.3.3. Obligacje skarbowe oferowane na rynkach zagranicznych	135
3.2.3.4. Obligacje skarbowe konwersyjne	136
3.2.4. Rola Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych	137
3.2.5. Ocena obligacji skarbowych.	138
3.3. Obligacje komunalne	140
3.3.1. Pojęcie i istota obligacji komunalnych	140
3.3.2. Uregulowania prawne emisji obligacji komunalnych.	142
3.3.3. Funkcje obligacji komunalnych	145
3.3.4. Rodzaje obligacji komunalnych	147

3.3.5. Warunki emisji obligacji komunalnych	151
3.3.6. Agent emisji obligacji komunalnych.	155
3.3.7. Nabywcy obligacji komunalnych	158
3.3.8. Rating emitentów obligacji komunalnych	159
3.3.9. Ocena obligacji komunalnych	161
3.4. Obligacje przedsiębiorstw	162
3.4.1. Obligacje w procesie finansowania przedsiębiorstw	162
3.4.2. Funkcje obligacji przedsiębiorstw	165
3.4.3. Rodzaje obligacji emitowanych przez przedsiębiorstwa.	166
3.4.4. Obligacje z wbudowaną opcją	170
3.4.5. Obligacje zamienne na akcje	172
3.4.6. Ocena obligacji przedsiębiorstw.	174
3.5. Listy zastawne	177
3.5.1. Charakterystyka listu zastawnego	177
3.5.2. Funkcje hipotecznego listu zastawnego	179
3.5.3. Zasady działania banków hipotecznych dotyczące listów zastawnych	180
3.5.4. Ocena listów zastawnych	185

Rozdział 4

Wykorzystanie instrumentów dłużnych w gospodarce.	191
4.1. Skarbowe instrumenty dłużne jako źródło finansowania potrzeb pożyczkowych państwa	192
4.1.1. Istota finansowania deficytu budżetu państwa poprzez skarbowe instrumenty dłużne	192
4.1.2. Skarbowe instrumenty dłużne finansujące deficyt budżetu państwa.	194
4.1.3. Inwestorzy nabywający SID emitowane na rynki krajowe.	198
4.1.4. Struktura terminowa długu Skarbu Państwa.	203
4.2. Wykorzystanie obligacji komunalnych przez samorządy terytorialne	206
4.3. Wykorzystanie instrumentów dłużnych przez sektor bankowy	211
4.3.1. Oddziaływanie instrumentów dłużnych na płynność sektora bankowego w Polsce.	212
4.3.1.1. Istota płynności sektora bankowego	213
4.3.1.2. Uwarunkowania płynności sektora bankowego	214
4.3.1.3. Oddziaływanie banku centralnego na płynność sektora bankowego.	215
4.3.2. Banki na rynku skarbowych instrumentów dłużnych.	218

4.4. Wykorzystanie instrumentów dłużnych przedsiębiorstw	226
4.4.1. Krótkoterminowe instrumenty dłużne przedsiębiorstw	226
4.4.2. Długoterminowe instrumenty dłużne przedsiębiorstw	229
Podsumowanie.	239
Bibliografia	243

Wprowadzenie

W okresie dobrej koniunktury uczestnicy rynków finansowych za główny cel uznawali pomnażanie kapitału. Jednak w przypadku braku stabilności finansowej, kryzysu zaufania wobec instytucji finansowych, poszukując instrumentów bezpiecznych i atrakcyjnych warto zwrócić uwagę na instrumenty dłużne. Są to często instrumenty z gwarancjami rządowymi, których rozwój może następować w okresie słabnącej aktywności gospodarczej, w momencie przesunięcia w stronę bezpiecznych form inwestowania. Inspiracją do podjęcia tej tematyki, wzbudzającej powszechne zainteresowanie, zwłaszcza w dobie kryzysu i zmniejszenia aktywności na rynku instrumentów o charakterze udziałowym, był brak w piśmiennictwie polskim publikacji poświęconych tym zagadnieniom.

Instrumenty dłużne wywodzą się z dokumentów zawierających poświadczenie emitenta o występowaniu długu pieniężnego wobec wierzyciela – posiadacza papierów. Wierzyciel na mocy tych dokumentów ma prawo do roszczenia, które dotyczy zwrotu czasowo udostępnionych środków wraz z określonym wynagrodzeniem, będącym zapłatą odsetek, czyli określonego procentu od wypożyczonego majątku. Instrumenty dłużne inkorporują określone prawa: prawo emitenta do pozyskania kapitału i prawo wierzyciela do jego zwrotu wraz z określonymi korzyściami. Nazwa instrumenty dłużne wynika z faktu, że pierwotnie był to zapis, świadectwo dokonane z punktu widzenia emitenta, uznającego istnienie długu wobec inwestora, posiadacza tych papierów.

Podjętą problematykę instrumentów dłużnych zwrócono uwagę na brak zgodności w polskich regulacjach prawnych i literaturze przedmiotu, dotyczących rozumienia tego pojęcia. Instrumenty dłużne stanowią część instrumentów finansowych, które często są utożsamiane z papierami wartościowymi. Problem w tym przypadku dotyczy instrumentów rynku pieniężnego, prezentowanych zazwyczaj, jako krótkoterminowe papiery wartościowe, jednak w (najbardziej precyzyjnej i jednoznacznej w tym względzie) ustawie z dnia 20.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, wykluczonych z grupy papierów wartościowych i zaliczonych do grupy niebędące papierami wartościowymi. Konieczne jest w takim razie ustalenie jednolitej terminologii na polskim gruncie, porządkującej kwestię papierów wartościowych *versus* instrumenty finansowe, a także instrumentów dłużnych, stanowiących ich część. Mając na uwadze wątpliwości, co do ładu pojęciowego i określenia zakresu definicji instrumentów finansowych i papierów wartościowych w publikacji stosuje się zazwyczaj określenie instrumenty dłużne, ale powołując się na liczbową charakterystykę prezentowaną w tabelach odwoływano się do historycznej i źródłowej nazwy – papiery wartościowe.

Instrumenty dłużne stanowią liczącą się pozycję rynku finansowego i charakteryzuje je duża różnorodność. Ukazanie ich zróżnicowania w kontekście funkcjonowania

poszczególnych segmentów rynku finansowego, zwłaszcza rynków pieniężnego i kapitałowego, wyodrębnionych z punktu widzenia okresu zapadalności będzie przedmiotem niniejszej publikacji. Ze względu na istotną rolę, którą w strukturze instrumentów dłużnych pełnią obligacje właśnie im zostanie poświęcona szczególna uwaga i zostaną one przedstawione szerzej. Mając na uwadze dużą różnorodność instrumentów dłużnych, ich dynamiczny rozwój, wprowadzanie innowacji przez emitentów w celu dostosowania do oczekiwań inwestorów trzeba zauważyć, że powyższa problematyka jest aktualna, wielowątkowa, ważna i warta wielu analiz.

Celem publikacji jest przedstawienie specyfiki oraz wykorzystania instrumentów dłużnych na polskim rynku. W założeniach niniejsza prezentacja ma stanowić kompendium wiedzy o mechanizmach funkcjonowania tego rynku oraz wiążących się z nimi problemach. Autorzy podejmują próbę ukazania emitowanych przez różne podmioty instrumentów dłużnych, krótko- i długoterminowych, odnotowują ich zalety i wady, analizują ryzyko związane z inwestowaniem w tego typu przedsięwzięcia oraz opisują obszary ich wykorzystania, a także szanse i zagrożenia dalszego rozwoju. Rozważaniom towarzyszy założenie, że instrumenty dłużne mają duże znaczenie dla funkcjonowania gospodarki i jej uczestników, zwłaszcza takich, jak: Skarb Państwa, banki, jednostki samorządu terytorialnego oraz przedsiębiorstwa. Fundusze inwestycyjne i emerytalne oraz towarzystwa ubezpieczeń i ich zaangażowanie w instrumenty dłużne nie są przedmiotem zainteresowań autorów w niniejszym opracowaniu.

Publikacja składa się z czterech rozdziałów. W pierwszym ukazano instrumenty dłużne w kontekście funkcjonowania rynku finansowego. Przystawiono w nim ważne, teoretyczne aspekty stanowiące podstawę rozważań, wykorzystywanych w kolejnych rozdziałach pracy. Opisano specyfikę funkcjonowania rynków finansowych, ich strukturę, różnorodność segmentów, zaprezentowano instytucje finansowe, określono zakres ich działania. Szczególny nacisk położono na instrumenty finansowe, scharakteryzowano ewolucję pojęcia instrumentów finansowych związaną z dematerializacją, dokonano klasyfikacji instrumentów według różnych kryteriów. Natomiast instrumenty dłużne przedstawiono w kontekście regulacji prawnych, a także charakteryzujących je zalet i wad oraz procesów związanych z kapitalizacją i kształtowaniem płynności. Zwrócono również uwagę na zróżnicowanie uczestników tego rynku, dzieląc ich na emitentów krajowych i zagranicznych, inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych, podkreślając ich zróżnicowaną postawę wobec ryzyka i różne motywy działania. Przedmiotem rozważań tej części opracowania są także, odnoszące się do instrumentów dłużnych, metody i techniki wykorzystywane do wyceny, problematyka ryzyka, jak również opodatkowanie dochodów, z uwzględnieniem podziału dotyczącego dochodów uzyskiwanych przez osoby fizyczne i osoby prawne.

Porządkując prezentację instrumentów dłużnych zachowano w większości tradycyjną kolejność, zgodnie z którą najpierw, w rozdziale drugim ukazane zostały instrumenty krótkoterminowe: bony pieniężne i skarbowe oraz krótkoterminowe instrumenty dłużne przedsiębiorstw, a następnie, w rozdziale trzecim instrumenty długotermino-

we, obligacje skarbowe, komunalne, przedsiębiorstw oraz listy zastawne. Przedmiotem rozważań drugiego i trzeciego rozdziału opracowania uczyniono instrumenty dłużne, mające duże znaczenie w strukturze instrumentów finansowych, często wykorzystywane przez emitentów ze względu na interesujące walory, dużą elastyczność, czy dywersyfikację nabywców, a także poszukiwane przez inwestorów, chociażby ze względu na dużą płynność i bezpieczeństwo. Rozdział drugi i trzeci, o zbliżonej strukturze zawierają przede wszystkim teoretyczny opis istoty instrumentów dłużnych. W tej części opracowania, z jednej strony, zwrócono uwagę na charakteryzujące je podobieństwa, a z drugiej strony – różnice. Specyfika tych instrumentów została ukazana również w odniesieniu do funkcjonowania rynku pierwotnego i wtórnego. Przedstawienie ich charakteru zostało zaprezentowane w kontekście definicji, regulacji prawnych, celów emitentów i inwestorów, zróżnicowania w obrębie poszczególnych grup oraz mechanizmu funkcjonowania, z podkreśleniem procesu emisyjnego. Charakterystykę poszczególnych instrumentów kończy próba oceny, uwzględniająca wskazanie szeregu zalet oraz wad z punktu widzenia poszczególnych uczestników rynku.

Rozdział czwarty z kolei poświęcono opisowi kwestii wykorzystania instrumentów dłużnych w gospodarce. Położono tu nacisk na analizę zastosowania instrumentów dłużnych przez różnych uczestników rynku. Ze względu na znaczenie obligacji skarbowych dla finansowania deficytu budżetowego oraz ich dominujący udział w strukturze rynku instrumentów dłużnych, rozważania rozpoczęto od określenia ich roli w tym zakresie. Podjęto również zagadnienia dotyczące zróżnicowania inwestorów nabywających skarbowe instrumenty dłużne, a także struktury terminowej długu Skarbu Państwa. Mając na uwadze występowanie w budżetach jednostek samorządów terytorialnych – obok tradycyjnych źródeł finansowania – również środków pochodzących z emisji papierów wartościowych, kolejny wątek ujęty w tej części opracowania, jest związany z wykorzystaniem instrumentów dłużnych przez te podmioty w tym, określonym celu. Następnie, biorąc pod uwagę fakt, że banki należą do grupy bardziej aktywnych uczestników rynku instrumentów dłużnych ukazano specyfikę ich zaangażowania, między innymi w kontekście oddziaływania na płynność, w ramach polityki pieniężnej. W tym rozdziale przedstawiono także wykorzystanie instrumentów dłużnych przedsiębiorstw, podkreślając zwłaszcza ich rolę, jako atrakcyjnego źródła finansowania.

Autorzy składają podziękowanie recenzentowi prof. J. Węclawskiemu za życzliwe uwagi i konsultacje oraz prof. K. Piotrowskiej-Marczak za pomoc i wsparcie w trakcie pisania. Wyrażają także wdzięczność swoim rodzinom za cierpliwość i wyrozumiałość.

Pragną jednocześnie podkreślić, że ponoszą wyłączną odpowiedzialność za wszelkie uchybienia i ostateczną konstrukcję opracowania.

Rozdział 1

Instrumenty dłużne na tle rynku finansowego

1.1. Rynek finansowy i jego struktura

1.1.1. Różnorodność segmentów rynku finansowego

Prezentację instrumentów dłużnych można rozpocząć od umiejscowienia ich w otoczeniu rynku finansowego, którego segmenty zostaną potraktowane, jako elementy systemu finansowego¹. System finansowy określa się w różny sposób. Jest on kategorią prawną, ponieważ może być definiowany, jako zespół instytucji prawnych, połączonych w sposób celowy i logiczny w całość, której zadaniem jest gromadzenie środków pieniężnych i ich rozdysponowanie². Utożsamia się go także z mechanizmem współtworzenia i przepływu siły nabywczej między poszczególnymi uczestnikami. System finansowy jest definiowany również poprzez określenie jego elementów składowych. A zatem w jego skład wchodzi: instrumenty, rynki oraz instytucje finansowe. Obejmuje on także zasady działania³, które można podzielić, z punktu widzenia możliwości zaklasyfikowania ich do formy prawnej, albo w pozostałych przypadkach, na sformalizowane i niesformalizowane⁴. Ponieważ bardzo istotnym problemem na rynku finansowym jest ryzyko, wobec tego zasady służące jego minimalizowaniu zajmują pierwszorzędną pozycję wśród sformalizowanych norm i niesformalizowanych reguł. W celu przedstawienia istoty systemu finansowego można także zaprezentować wypełniane przez niego zadania, integrujące jego uczestników. Realizuje on mianowicie następujące funkcje, ewoluujące w czasie⁵:

- monetarne, dotyczące obiegu pieniężnego, związane przede wszystkim z zapewnieniem płynności w gospodarce;
- kapitałowe, pojmowane jako pośredniczenie w przepływie strumieni finansowych, począwszy od powstawania, gromadzenia do alokacji kapitału; instytucje finansowe w tym momencie dokonują zamiany oszczędności na inwestycje;
- kontrolne, czyli monitorowanie i sterowanie podmiotami niefinansowymi.

Pojawienie się rynku jest konsekwencją społecznego podziału pracy, w ewoluującym procesie gospodarowania. Pojęcie rynku definiowane jest w różny sposób.

Na przykład, rynek jest określany jako proces, za pośrednictwem którego następuje wzajemne oddziaływanie nabywców i sprzedawców danego dobra, w rezultacie, czego dochodzi do określenia jego ceny i ilości⁶. Rynek to inaczej ogół transakcji kupna-sprzedaży danego dobra lub czynnika produkcji, zawieranych na określonym terytorium, w określonym czasie. Rynek definiowany jest także jako ogół stosunków zachodzących między podmiotami uczestniczącymi w procesach wymiany, reprezentującymi, a także kształtującymi podaż i popyt. Taką lub podobną definicję rynku można znaleźć w większości podręczników ekonomii. W rzeczywistości, w transakcjach rynkowych występują więcej niż dwie strony. Pojawia się instytucja państwa, ingerującego w transakcje rynkowe ze zmiennym natężeniem, w zależności od przyjętego modelu zarządzania gospodarką i tak w gospodarce centralnie planowanej zakres ingerencji był bardzo duży w przeciwieństwie do wolnorynkowych gospodarek, gdzie państwo stoi na uboczu. Wraz z transformacją rynku pojawiają się na nim również pośrednicy.

Treść pojęcia rynku obejmuje także jego strukturę. W literaturze nie ma jednomyślności, co do określenia jej zakresu⁷. Pojęcie rynku najczęściej utożsamiane jest z dwoma podstawowymi segmentami: rynkiem towarowym i rynkiem finansowym⁸ (choć czasem wyróżnia się także, jako odrębny segment rynek nieruchomości, czy rynek pracy⁹). Przy czym rynek towarowy obejmuje transakcje związane z przedmiotami, dotyczące obrotu towarów, natomiast rynek finansowy to transakcje zawierane za pośrednictwem instrumentów finansowych, głównie transakcje papierami wartościowymi i kredytami¹⁰. Przedmiotem obrotu rynku finansowego są różnego rodzaju instrumenty takie, jak np.: weksle, certyfikaty, bony, obligacje, akcje, opcje, depozyty, ubezpieczenia itd. Na tym rynku występują aktywa o różnych parametrach: terminach zapadalności, ryzyku, generujące różny poziom dochodów, a także różni uczestnicy, kupujący¹¹ i sprzedający, również pośrednicy finansowi, ułatwiający i przyspieszający obieg pieniądza w gospodarce.

Powstanie rynku finansowego, utożsamianego z rynkiem pieniężnym jest związane z pojawieniem się pieniądza i jego surogatów – stanowiącego ułatwienie rozliczeń między kontrahentami, będącego podstawowym instrumentem gospodarki pieniężnej. Rynek finansowy jest przedmiotem zainteresowań wielu badaczy. W literaturze można odnaleźć wiele definicji tego pojęcia, kładących nacisk na różne cechy, takie jak: czas realizowanych transakcji, rodzaj stosowanych instrumentów, wypełniane funkcje, czy potencjalne korzyści. I tak, np. zdaniem niemieckich autorów, stosujących szeroką definicję, rynek finansowy można przyrównać do rynku kredytowego o różnych terminach zapadalności¹².

Kwestia rynku finansowego jest podnoszona także przez W. Milo, który opisuje go poprzez wyliczenie określonych segmentów, jako obejmujący: „rynek pieniądza plus rynek akcji i świadectw udziałowych plus rynek bonów skarbowych i obligacji plus rynek opcji i innych transakcji terminowych”¹³. Podkreślając w tym podziale rolę rynku pieniądza rozumianego przez ekonomistów, jako: „system powiązań podmiotów (reprezentujących podaż i popyt na pieniądź) z dobrami finansowymi i niefinansowymi oraz instytucjami prawnymi-organizacyjnymi, gwarantującymi skuteczność realizacji transakcji rynkowych”.

Interpretacja pojęcia rynku pieniężnego przez finansistów, zdaniem tego autora, obejmuje część systemu finansowego, charakteryzującą podaż i popyt na różnego rodzaju fundusze, np. inwestycyjne, konsumpcyjne, charytatywne, a także na kredyt¹⁴.

M. Wypych reprezentuje pogląd, że rynek finansowy to miejsce zawierania transakcji, których przedmiotem jest szeroko rozumiany kapitał finansowy, ponadto pojmuje go, jako mechanizm gry popytu i podaży na zasoby pieniężne. Wspomniany autor zwraca uwagę, że najczęściej transakcje rynku finansowego łączą się z wymianą pieniądza na aktywa finansowe, przynoszące właścicielom dochód w formie dywidendy lub procentu¹⁵.

W. Dębski zwraca uwagę, że transakcje na rynku finansowym są równoznaczne „z czasowym przekazaniem środków na rzecz pożyczkobiorcy, pod warunkiem zwrotu kwoty powiększonej o odpowiedni procent w ustalonym terminie, bądź też uzyskania określonej kwoty zwrotu w przyszłości”. Taka interpretacja świadczy o tym, że na rynku finansowym funkcjonują umowy pożyczkowe lub kredytowe oraz inne, „będące w ogólnym rozumieniu źródłem finansowania działalności gospodarczej”. Z powyższych umów wynikają przepływy środków między uczestnikami rynku, realizowane przez określone kanały¹⁶.

Z. Krzyżkiewicz określił rynek finansowy stosuje wobec rynku kapitałów pieniężnych występujących w dwóch strumieniach funduszy: rynku kapitałów pieniężnych krótkoterminowych, a także rynku kapitałów pieniężnych długoterminowych (inwestycyjnego, inaczej rynku kapitałowego, obejmującego kapitały długookresowe)¹⁷. Struktury unijne łączą kapitał z realizowaną przez niego funkcją, związaną z dostarczaniem strumienia nowych wartości, a nie tylko z okresem jego zapadalności, nawiązując do pojęcia kapitału, jako otrzymywanego dochodu, stanowiącego wartościowy rezultat gospodarowania.

Pojawia się w tym przypadku kategoria rynku inwestycyjnego, czy finansowego, gdzie następuje zamiana wolnych kapitałów pieniężnych w kapitały związane, przeznaczone na finansowanie rozwoju gospodarczego¹⁸.

Rynki finansowe odgrywają zasadniczą rolę w gospodarce, polegającą na transformacji oszczędności w aktywny gospodarczo kapitał, powodujący wzrost i rozwój gospodarczy¹⁹. Na światowym rynku oferowana jest szeroka i zróżnicowana gama usług finansowych, których procesy dynamizacji zależą między innymi od stopnia zorganizowania rynku, czy stopnia jego otwartości. Rynek finansowy jest podatny na zmiany. Dla jego funkcjonowania bardzo ważne znaczenie ma płynność. Rynek finansowy najczęściej dzielony jest na cztery podstawowe segmenty: rynek kapitałowy, pieniężny, dewizowy i rynek pozabilansowych instrumentów pochodnych. Przy czym, podział rynku finansowego uwzględniający zapadalność instrumentów jest kontrowersyjny ze względu na różną ocenę okresu tego samego instrumentu przez jego nabywcę i emitenta (Przepływy kapitałów pieniężnych w pierwszym przypadku mogą mieć charakter krótkookresowy, a w drugim długookresowy).

Na rynku kapitałowym pozyskiwany jest kapitał długoterminowy przez różne branże gospodarki, przedsiębiorstwa pozyskują środki pieniężne przeznaczone na fi-

nansowanie długoterminowego rozwoju i inwestycji²⁰, a rząd oraz władze lokalne finansują dług publiczny²¹, natomiast nabywcy, to znaczy prywatni inwestorzy, zakłady ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne oraz banki uzyskują dostęp do instrumentów długo- i średnioterminowych, przede wszystkim papierów wartościowych, kredytów czy ubezpieczeń na życie²². Rynek długoterminowych kapitałów pieniężnych jest również dzielony na rynek kapitału w wąskim znaczeniu, inaczej rynek papierów wartościowych i rynek kapitałowy w pozostałym znaczeniu²³.

Na rynku pieniężnym pozyskiwany pieniądz wykorzystywany jest do bieżącego finansowania działalności, na cele transakcyjne lub obrotowe, również państwo pozyskuje środki na pokrycie długu publicznego, a raczej deficytu budżetowego. W okresie tworzenia rynku pieniężnego²⁴ jego podstawę stanowi międzybankowy rynek pieniężny, powstający dzięki istnieniu wielu banków, wyrażających chęć przeprowadzania ze sobą rozliczeń i posiadających w tym celu nadwyżki pieniądza rezerwowego. W miarę rozwoju rynku pieniężnego, zaczyna funkcjonować otwarty rynek pieniężny, na którym pojawiają się niebankowe podmioty gospodarcze i finansowe²⁵.

Organizatorami rynku pieniężnego, którego część stanowi rynek międzybankowy mogą być instytucje prywatne lub bank centralny²⁶. Ponadto, uczestnikami rynku pieniężnego są emitenci krótkoterminowych papierów wartościowych, a także ich nabywcy, osoby prawne i fizyczne. Ponieważ większość operacji jest zawierana przez banki, można stwierdzić, że głównymi uczestnikami rynku pieniężnego są banki: komercyjne, inwestycyjne, centralne i inne; biorąc jednak pod uwagę występowanie otwartego rynku pieniężnego nie można pominąć uczestnictwa na nim takich podmiotów, jak: firmy ubezpieczeniowe, fundusze lokacyjne, firmy brokerskie, domy i biura maklerskie, firmy dealerskie, duże przedsiębiorstwa, fundusze emerytalne, kasy oszczędnościowe, władze lokalne, czasem domy dyskontowe²⁷ i wreszcie osoby fizyczne.

Rynek pieniężny jest rynkiem wielopłaszczyznowym²⁸. Pełni szereg funkcji, określanych w różny sposób²⁹. Jest to rynek umożliwiający bankom pozyskiwanie środków pieniężnych i zagospodarowywanie ich nadwyżek. Istnienie tego rynku daje również bankowi centralnemu możliwość oddziaływania na płynność sektora bankowego, a przez to realizowania podstawowego, finalnego celu polityki pieniężnej – wzrostu gospodarczego³⁰.

Opisując rynki finansowe należy pamiętać o rynku walutowym, będącym rynkiem wymiany pieniądza banków centralnych różnych krajów, czy szerzej rynku dewizowym – miejsca obrotu papierami wartościowymi, nominowanymi w różnych walutach. Ciągłe rozszerzanie rynku dewizowego jest wynikiem następującej po II wojnie światowej globalizacji rynków finansowych. Powstałe w latach 60. eurorynki finansowe stały się obecnie ogólnoswiatowymi rynkami. Zadecydowała o tym globalizacja przedsięwzięć gospodarczych podejmowanych w Europie Zachodniej i Stanach Zjednoczonych³¹.

W ramach rynku finansowego wymieniany jest także rynek pozabilansowych instrumentów finansowych³². Jest to najnowszy segment rynku finansowego, połączony z pojawieniem się w połowie lat 70. pierwszych transakcji typu *futures*. Uczestnicy

rynku pozabilansowych instrumentów finansowych dążą do zabezpieczenia się przed ryzykiem związanym ze zmianą stóp procentowych i cen papierów wartościowych. Tego typu transakcje mogą być zawierane na: wyspecjalizowanych giełdach (kontrakty *futures*) lub poza nimi (opcje)³³.

Należy jednak pamiętać o tym, że wyżej opisany podział rynku finansowego nie jest doskonały i dostatecznie klarowny, o czym świadczy fakt istnienia instrumentów, które można zaliczyć jednocześnie do różnych segmentów, na przykład: walutowe kontrakty forward, depozyty walutowe, czy obligacje zamienne³⁴.

Oferta produktów dostępnych dla inwestorów lokujących swoje środki na rynku finansowym systematycznie się rozszerza i staje się coraz bardziej atrakcyjna. Rośnie rywalizacja na rynku usług finansowych dzięki zwiększaniu skłonności do oszczędzania, wynikającej z bogacenia się społeczeństwa, wzrostu uprzemysłowienia, zmian demograficznych i socjologicznych. Posiadacze i potrzebujący środków pieniężnych mają do wyboru zmieniającą się pod względem ilościowym i jakościowym, ofertę instrumentów proponowanych przez banki, biura maklerskie, fundusze inwestycyjne, firmy i fundusze ubezpieczeniowe.

1.1.2. Pojęcie instytucji finansowych i zakresu ich działania

Jednym z podstawowych warunków istnienia i siłą napędową rynku finansowego są jego uczestnicy, których aktywność ma wpływ na rozwój gospodarki. Nabywcy i sprzedawcy wykazują zamiary sprzedaży i zakupu, stanowiące proces konfrontacji wzajemnych aspiracji oraz istnienia rozbieżnych interesów. Podział podmiotów rynku finansowego może być dokonany ze względu na różne kryteria, na przykład na: przynależność terytorialną (podmioty lokalne, regionalne, krajowe, międzynarodowe, o zasięgu kontynentalnym i globalnym), realizowany cel transakcji (podmioty spekulacyjne, pośrednicy finansowi), udział w rozwoju przedsięwzięcia (podmioty aktywne i pasywne), sposób organizacji (uczestnicy indywidualni i zbiorowi, instytucjonalni), formę prawną (osoby fizyczne i osoby prawne), liczbę podmiotów reprezentujących podaż i popyt (zróżnicowany stopień zmonopolizowania lub stopień konkurencyjności stosunków rynkowych)³⁵, stosunek własnościowy wobec obracanego kapitału (pożyczkodawcy, pożyczkobiorcy, kredytodawcy, kredytobiorcy, sprzedawcy, nabywcy).

Struktura podmiotowa rynku charakteryzuje się określoną liczbą podmiotów, mającą wpływ na stopień jego atomizacji. Główne grupy podmiotów występujące na rynku to: przedsiębiorstwa produkcyjne, przedsiębiorstwa usługowe, gospodarstwa domowe, pośrednicy finansowi, państwo³⁶. Poszczególne podmioty dynamizujące rynek są ze sobą powiązane. Szczególną rolę na rynku odgrywają instytucje występujące, jako pośrednicy. Pojęcie instytucji jest powszechne w wielu dziedzinach nauki. Mianem instytucji finansowych określa się podmioty, posiadające tytuły majątkowe w formie depozytu lub zobowiązań do wypłat w przyszłości, a także prowadzące działalność polegającą na wydawaniu tytułów majątkowych, np. w formie udzielania pożyczek,

czy wypłat zobowiązań³⁷. Domeną instytucji finansowych, działających na rynku finansowym, których podstawowe aktywa to środki finansowe oraz roszczenia i kredyty³⁸, są operacje finansowe. Pośrednicy finansowi powodują zamianę oszczędności osób prywatnych na inwestycje, a przez to udoskonalenie alokacji aktywów finansowych i realnych w gospodarce³⁹. Funkcje podmiotów finansowych, wykorzystujących w swoim działaniu przeważnie kapitały obce można określić jako⁴⁰: pośredniczenie w obrocie kapitałami między właścicielami nadwyżek i wykazującymi na nie zapotrzebowanie, przesuwanie w czasie konsumpcji, koncentrowanie kapitałów, zmniejszanie ryzyka finansowego, wybór projektów inwestycyjnych, monitorowanie, realizowanie i rejestrowanie transakcji oraz wdrażanie innowacji finansowych⁴¹.

Przesuwanie środków pieniężnych może być dokonywane w sposób bezpośredni, który jest przeważnie mniej efektywny, bardziej czasochłonny, a ponadto może być ryzykowny. Dlatego też najczęściej w celu transferu środków wykorzystuje się pośredników finansowych, działających na zorganizowanych rynkach, mających środki oraz umiejętności, aby minimalizować ryzyko⁴². Obecność pośredników finansowych nie powoduje konieczności indywidualnych poszukiwań partnerów dla pojedynczych transakcji, przy spełnieniu warunku podwójnej zbieżności potrzeb, gdzie popyt dokładnie odpowiada aktualnie zgłoszonej podaży. Uzasadnieniem funkcjonowania pośredników finansowych są zatem: oszczędności wynikające ze skali przeprowadzanych operacji, transformacja ryzyka, czasu i przestrzeni.

W ramach ewoluującego systemu finansowego, charakterystycznego dla gospodarek rynkowych, występuje wiele instytucji będących ogniwami łączącymi posiadaczy oszczędności z potrzebującymi kapitału. Interesującym elementem powyższej transformacji jest zmiana roli pośredników na rynku usług finansowych (patrz tabela 1.1) W dwóch pierwszych fazach rozwoju systemu finansowego można zaobserwować wzrost znaczenia systemu finansowego w gospodarce.

Trzecia, interesująca nas faza ewolucji systemu finansowego, dotycząca kapitalizmu instytucjonalnego zwraca uwagę na spadek znaczenia tradycyjnych banków komercyjnych, których miejsce zajmują instytucje parabankowe, zbiorowi inwestorzy, fundusze emerytalne i firmy ubezpieczeniowe. Powyższa transformacja staje się możliwa między innymi dzięki zmianom preferencji uczestników rynku, czy zwiększonemu dostępowi do źródeł informacji.

Biorąc pod uwagę modele instytucjonalne budowy systemu finansowego można wyróżnić: systemy finansowe zorientowane bankowo oraz systemy finansowe oparte na funkcjonowaniu rynków papierów wartościowych, charakterystyczne dla krajów anglosaskich⁴³. Charakter polskiego systemu finansowego jest zbliżony z modelem niemiecko-japońskim (zwanym także kontynentalnym). W tym systemie właściwym również dla Włoch, Hiszpanii, Portugalii czy Francji dominującymi podmiotami na rynkach finansowych są banki. Natomiast w anglosaskim modelu budowy systemu finansowego duże znaczenie mają różnego rodzaju fundusze i wyspecjalizowane banki inwestycyjne. Podsumowując można zauważyć, że w systemie finansowym wyróżnia się różne rodzaje in-

Tabela 1.1. Fazy ewolucji systemu finansowego w gospodarkach rynkowych

Cechy	Faza I	Faza II	Faza III
Nazwa fazy	Kapitalizm właściwy	Kapitalizm menedżerski	Kapitalizm instytucjonalny
Typ gospodarki	Gospodarka typu rolniczego i gospodarka początkowego okresu uprzemysłowienia	Gospodarka typu przemysłowego. Przemysł ma główny udział w tworzeniu dochodu narodowego	Gospodarka, w której główny udział w tworzeniu dochodu narodowego ma sfera usług
Główne instytucje finansowe	Banki komercyjne	Banki inwestycyjne i departament inwestycji banków uniwersalnych	Fundusze ubezpieczeniowe Fundusze emerytalne Fundusze powiernicze
Główne cechy	Rodzina lub jednostka zarządza firmą, która jest jej własnością	Rynki kapitałowe monitorują podmioty gospodarcze	Rynki kapitałowe i pieniężne odgrywają podstawową rolę
Wady i zalety	Brak konfliktu pomiędzy wykonującym funkcję właściciela a zarządzającym	Malejąca rola banków komercyjnych w alokacji kapitału. Tworzenie pozabankowych instytucji finansowych. Konflikt interesów pomiędzy właścicielami i menedżerami. Groźba przejęcia kontroli nad spółką notowaną na giełdzie przez zakup jej akcji	Niezależność dużych firm od banków komercyjnych. Długoterminowe finansowanie spółek w drodze bezpośrednich emisji papierów wartościowych. Uzyskiwanie krótkoterminowego kapitału drogą emisji obligacji na rynku pieniężnym. Celem działania spółek jest osiągnięcie pozycji, która umożliwi zmniejszenie kosztu kapitału

Źródło: T.M. Rybczyński, *Giełdowe bitwy i keiretsu*, „Życie Gospodarcze” nr 36, z 4.09.1994. Cyt [za:] J.K. Solarz, *Rozwój systemów bankowych*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1996, s. 29.

stytucji finansowych: banki, instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne, fundusze wspólnego (zbiorowego) inwestowania i inne takie, jak np.: przedsiębiorstwa leasingowe, factoringowe, *venture capital*, domy maklerskie, towarzystwa budowlane, spółki lokacyjne (inwestycyjne), pomocnicze instytucje finansowe np. giełdy papierów wartościowych, instytucje sprzedaży ratalnej. Powyższy podział traci na ostrości, w kontekście występowania tendencji do zacierania różnic między poszczególnymi ogniwami systemu finansowego (despecjalizacja), co wyraża się w przejmowaniu funkcji i produktów oraz tworzeniu powiązań między różnymi instytucjami⁴⁴. Ponadto, można zauważyć, że proces tworzenia instytucji finansowych podlega ciągłym przekształceniom.

Charakteryzując instytucje finansowe warto zwrócić uwagę na ich podziały. Instytucje finansowe zdaniem L. Oręziak obejmują dwie grupy pośredników finansowych: instytucje przyjmujące depozyty, do których należą przede wszystkim banki (inaczej instytucje tworzące pieniądź) i pozostałe instytucje, rozdzielające jedynie uprzednio ulokowane oszczędności. Taka konfiguracja ma znaczenie, ponieważ przyjęte depozyty traktowane są jako pieniądź, z możliwością wykorzystywania do dokonywania płatności, dlatego też instytucjom przyjmującym depozyty władze monetarne poświęcają szczególną uwagę. Ponadto, zwiększanie poziomu depozytów powoduje wzrost podaży pieniądza, co ma określone konsekwencje dla stabilności cen w gospodarce. Ważny problem stanowią także dla całego rynku konsekwencje upadku tych instytucji oraz niepewność przyływów i odpływów środków pieniężnych uzależnionych od woli klientów. Specyfika pozostałych instytucji finansowych charakteryzuje się mniejszą niepewnością, a ich funkcjonowanie ma charakter bardziej regularny i przewidywalny⁴⁵.

Inny podział instytucji finansowych proponuje Z. Polański, stosując jako kryterium występowanie albo brak własnych instrumentów finansowych i wyciągając na tej podstawie wnioski o biernym pośredniczeniu, czyli ograniczonym jedynie do dystrybucji instrumentów finansowych (instytucje bezpośredniego rynku kapitałowego) lub aktywnym tworzeniu instrumentów finansowych, zmieniającym ich właściwości, poprzez tworzenie nowych, o odmiennych cechach, dotyczących np. innych terminów, wartości, ryzyka⁴⁶.

Firmy finansowe, mające zazwyczaj formę oligopolu⁴⁷, w zamian za swoje pośrednictwo uzyskują prawo do okresowego dysponowania powierzonymi środkami, co pozwala im na „odpożyczanie” innym podmiotom, przyjmując określone wynagrodzenie, według właściwej stopy procentowej. Oprócz potencjalnych korzyści pośrednicy na rynku usług finansowych narażeni są na różnego rodzaju niedogodności w postaci na przykład podwyższonego ryzyka⁴⁸.

Na rynku usług finansowych w Polsce dominują banki. Powszechnie przyjmuje się, że system bankowy, mający największy udział w tworzeniu PKB w Polsce, jako pośrednik na rynku usług finansowych to całokształt instytucji bankowych oraz norm określających wzajemne relacje i związki z otoczeniem. System ten jest wielopoziomowym układem, w którego skład wchodzi: bank centralny-emisyjny i banki komercyjne⁴⁹. System bankowy jest także określany poprzez realizację odpowiednich funkcji: gromadzenia środków, inwestowania, realizacji płatności, zarządzania ryzykiem bankowym itp.⁵⁰. Biorąc pod uwagę rozważania na temat instytucji finansowych można także powtórzyć za J.K. Solarzem, że system bankowy oznacza sieć instytucji finansowych, powiązanych wzajemnie poprzez rynki pieniężne i kapitałowe, występujących pod prawnie zastrzeżoną nazwą bank⁵¹. Spośród wielu określeń systemu bankowego podejściem najszerszym jest prezentowanie systemu finansowego, jako systemu bankowego, łącznie z jego funkcjonalnym otoczeniem instytucjonalnym.

W oparciu o dyrektywy unijne możliwe jest m.in. sformułowanie podmiotowego i przedmiotowego zakresu rynku usług finansowych. Zakłada się mianowicie, że na rynku usług finansowych działają trzy podstawowe grupy podmiotów:

- instytucje kredytowe,
- instytucje inwestycyjne,
- instytucje ubezpieczeniowe.

Instytucja kredytowa (*credit institution*) to podmiot gospodarczy, którego podstawowa działalność polega na przyjmowaniu wkładów lub innych zwrotnych środków oraz na udzielaniu kredytów na własny rachunek. Instytucjami kredytowymi są przede wszystkim banki depozytowo-kredytowe. Instytucja inwestycyjna (*investment firm*) jest podmiotem gospodarczym, prowadzącym działalność polegającą głównie na zawodowym świadczeniu usług inwestycyjnych na rzecz osób trzecich, czyli na cudzy rachunek. Istota działania instytucji ubezpieczeniowej (*insurance institution*) sprowadza się do udzielania ochrony przez ubezpieczyciela ubezpieczającemu w zamian za opłatę w postaci składki. Działalność ubezpieczeniowa obejmuje ubezpieczenia na życie oraz pozostałe ubezpieczenia osobowe i majątkowe⁵².

Dla ścisłości należy zwrócić uwagę, że w dyrektywach UE występuje także pojęcie instytucji finansowej (*financial institution*). Stwierdza się mianowicie, że instytucja finansowa jest przedsiębiorstwem świadczącym jedną lub kilka usług wymienionych w aneksie do II Dyrektywy bankowej, za wyjątkiem przyjmowania depozytów i innych podlegających zwrotowi funduszy pochodzących od ludności. Na tej podstawie należałoby wnioskować, że nie można instytucji finansowej utożsamiać z instytucją kredytową. Za podstawową cechę odróżniającą instytucję kredytową od instytucji finansowej uznaje się przyznanie tej pierwszej prawa do przyjmowania zwrotnych depozytów i udzielania w oparciu o nie kredytów. Oznacza to, że instytucje finansowe niebędące instytucjami kredytowymi mogą gromadzić środki pieniężne od ludności, ale w celach inwestycyjnych (tzn. zgromadzone środki nie mogą stanowić podstawy do udzielania kredytu), mogą także udzielać kredytów w oparciu o środki niebędące zwrotnymi depozytami (np. firmy kredytujące sprzedaż ratalną). Wskazany byłby wobec powyższego podział instytucji finansowych na instytucje ubezpieczeniowe, instytucje kredytowe, instytucje inwestycyjne oraz pozostałe instytucje finansowe.

Jednak intencją ustawodawstwa unijnego jest dążenie do despecjalizacji tak, aby wszystkie podmioty rynku finansowego miały możliwość dostępu do szerokiego zakresu usług przy jednoczesnym zachowaniu zasady równych reguł gry. Celem regulacji prawnych jest zapewnienie jednakowego bezpieczeństwa deponentom i inwestorom, niezależnie od tego, jaki podmiot świadczy usługi określonego rodzaju. Osiąganie powyższego celu jest realizowane przy wydatnym udziale instytucji nadzoru. Unia Europejska skłania się ku koncepcji nadzoru: bankowego, ubezpieczeniowego i nadzoru w zakresie obrotu papierami wartościowymi⁵³. W takim układzie systematyzacja instytucji finansowych nie ma większego znaczenia, istotna jest natomiast systematyzacja usług finansowych. Podmiot świadczący określonego rodzaju usługi zobowiązany jest do przestrzegania norm ostrożnościowych i wymogów kapitałowych uwzględniających specyfikę oraz stopień ryzyka danej usługi i jednocześnie objęty jest odpowiednim systemem nadzoru. Jeżeli przedmiotem działalności są różne usługi finansowe podmiot podlega nadzorowi skonsolidowanemu. W rozumieniu standardów Unii Europejskiej usługi finansowe (dokładnie określone w załącznikach do dyrektyw) dzielą się na dwie podstawowe grupy⁵⁴:

- usługi ubezpieczeniowe oraz inne związane z ubezpieczeniami,
- usługi bankowe i inne usługi finansowe (z wyłączeniem ubezpieczeń).

Dyrektywy unijne zabraniają innym podmiotom niż instytucje kredytowe przyjmowania od klientów depozytów oraz innych środków podlegających zwrotowi, wskazując jednocześnie na szeroki zakres usług finansowych, które mogą świadczyć instytucje kredytowe. Poza tradycyjnymi usługami bankowymi mogą także prowadzić wszelkie formy działalności odnoszące się do papierów wartościowych i innych czynności tradycyjnie traktowanych jako usługi inwestycyjne.

Zakres działania instytucji inwestycyjnych obejmuje z kolei otrzymywanie, przekazywanie i realizację zleceń inwestorów w odniesieniu do papierów wartościowych oraz innych instrumentów rynku pieniężnego, kapitałowego i walutowego, handel in-

strumentami finansowymi na własny rachunek, zarządzanie portfelami inwestycyjnymi, a także przeprowadzanie subskrypcji i plasowania instrumentów finansowych. Dyrektywy zezwalają także na prowadzenie działalności w zakresie usług pomocniczych (np. udzielanie kredytów i pożyczek w celu realizacji inwestycji w instrumenty finansowe, doradztwo inwestycyjne itp.) oznacza to, że zgodnie z dyrektywami Unii Europejskiej instytucje inwestycyjne nie mogą prowadzić działalności zastrzeżonej wyłącznie dla banków (przyjmowanie depozytów i innych środków podlegających zwrotowi oraz udzielanie w oparciu o nie kredytów), mogą natomiast gromadzić środki od klientów w celach inwestycyjnych oraz udzielać kredytów, (ale nie na bazie gromadzonych depozytów). Z kolei banki mogą, obok swojej podstawowej działalności w postaci usług bankowych, świadczyć usługi inwestycyjne.

Jeżeli chodzi o instytucje ubezpieczeniowe, to wobec nich stawia się wymóg, aby ograniczały swą działalność jedynie do sfery ubezpieczeń i działań ściśle z nią związanych. Do świadczenia usług ubezpieczeniowych uprawnione są jedynie instytucje ubezpieczeniowe, przy czym w ramach jednej instytucji nie można łączyć ubezpieczeń na życie oraz innych ubezpieczeń. Ubezpieczenia na życie, poza typową ochroną ubezpieczeniową (np. na wypadek śmierci), są często sposobem gromadzenia oszczędności, w tym także na dodatkową emeryturę. Ich długoterminowy charakter wymaga, aby instytucja ubezpieczeniowa nie miała możliwości wykorzystania gromadzonych oszczędności do regulowania zobowiązań z tytułu innych ubezpieczeń. Specyfika ubezpieczeń nie na życie (osobowych i majątkowych) polega na tym, że składki zgromadzone w danym roku w zasadzie służą do pokrywania szkód zaistniałych także w tym roku.

Usankcjonowany prawnie podział usług na dwie odrębne grupy ma swoje uzasadnienie. U podstaw podziału usług finansowych na: ubezpieczeniowe, bankowe i inwestycyjne leży ich specyfika i zróżnicowanie związanego z nimi ryzyka, natomiast przesłanką wyodrębnienia instytucji ubezpieczeniowych, kredytowych i inwestycyjnych jest odmienność ich funkcji w systemie finansowym i procesach gospodarczych.

Podmiotami systemu finansowego są nie tylko te, które bezpośrednio realizują operacje finansowe, ale także podmioty podejmujące z nimi współpracę, zajmujące się: organizowaniem, usprawnianiem działalności w określonych dziedzinach oraz nadzorowaniem sektora finansowego. Instytucje polskiego systemu finansowego, razem z podmiotami wspomagającymi, to przede wszystkim⁵⁵:

- pośrednicy finansowi – banki, zakłady ubezpieczeń, domy maklerskie, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, giełdy,
- podmioty wspomagające przedsiębiorstwa finansowe, np. Krajowa Izba Rozliczeniowa, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, Bankowy Fundusz Gwarancyjny, Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny, Korporacja Ubezpieczeń Kredytów Eksportowych, fundacje, instytucje szkoleniowe,
- instytucje nadzorujące – np. zreformowana Komisja Nadzoru Finansowego, powstała z połączenia Komisji Nadzoru Bankowego, Komisji Papierów Wartościowych i Giełd oraz Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych,

- instytucje i pracownicy indywidualni pracujący na zlecenie instytucji finansowych – np. brokerzy, agenci ubezpieczeniowi.

Podmiotami dominującymi w Polsce pośród instytucji finansowych są banki i instytucje ubezpieczeniowo-emerytalne, odgrywające specyficzną rolę w systemie finansowym i wykonujące specyficzne usługi. Oprócz podmiotów na rynkach finansowych również ważne są instrumenty, którymi one obracają. Wśród wielu istotne są instrumenty finansowe, zazwyczaj łączone z papierami wartościowymi.

1.1.3. Ewolucja pojęcia instrumentów finansowych związana z dematerializacją

Funkcjonowanie rynku finansowego jest niezwykle istotne dla gospodarki rynkowej. Ważnym elementem rynku finansowego są jego instrumenty, niemające wartości użytkowej, których nie magazynuje się i nie transportuje⁵⁶. Na rynku finansowym przedmiotem zawieranych transakcji są instrumenty finansowe, część z nich (instrumenty dłużne) można zdefiniować, jako będące rodzajem przyrzeczenia, że pozyskane przez biorcę środki zostaną zwrócone w określonym czasie, wraz z odsetkami, dywidendą lub innym typem płatności⁵⁷. Ich istotną grupę stanowią papiery wartościowe. Instrumenty finansowe były często utożsamiane z papierami wartościowymi⁵⁸. Zazwyczaj przyjmuje się, że papier wartościowy to dokument inkorporujący prawa majątkowe⁵⁹. Przedmiotem analizy, a czasem kontrowersji w tej definicji jest rodzaj praw majątkowych oraz forma papierów wartościowych i wynikające z tej formy problemy dotyczące realizacji ucieleśnianych praw oraz sposobów ich przenoszenia.

Definicja papierów wartościowych ewoluowała w czasie. Analiza semantyczna tego pojęcia wskazuje, że chodzi tutaj o szczególny rodzaj papierów, a mianowicie dokumenty, z którymi wiążą się konsekwencje dla ich posiadaczy, w postaci określonych wartości. Wartości powyższe mogą mieć różny charakter i dotyczyć różnych składników majątku. Zdaniem R. Diedrigkeit majątek stanowi wszystko to, co przynosi korzyść, bez względu na formę materialną albo niematerialną⁶⁰. Majątek gwarantowany w dokumentach, będący przedmiotem sprzedaży może dotyczyć:

- **rzeczy** – przedmiotów, dóbr i towarów oraz działek ziemi i budynków,
- **kapitałów** – wyrażonych w pieniądzu

Prawa do dysponowania rzeczami reprezentują papiery wartościowe towarowe, takie jak na przykład: kwity załadownicze, kwity składowe, konosamenty, warranty. W nich zawarte jest określenie właściciela towaru, czy osoby mającej prawo nim dysponować. Prawa do kwot pieniężnych w rodzaju np. czeków, czy weksli nie mogą być uznawane za przedmiot lokat rynku finansowego, ponieważ nie są nabywane z myślą osiągnięcia dochodów. Wobec tego jedynie dowody stwierdzające prawa do kapitału są tutaj brane pod uwagę⁶¹.

Wyrazem transformacji definicji papierów wartościowych jest zmiana podejścia do uzależnienia wykonania praw od posiadania dokumentu. Powstanie prawa do określonej wartości majątkowej oraz posiadanie tego prawa były w przypadku papierów wartościowych powiązane w jeden dokument. W konsekwencji tej zasady wierzyciel tylko przedkładając posiadany rodzaj waloru mógł swoje prawa udowodnić, natomiast dłużnik dopiero po przedłożeniu dowodów posiadania tychże praw zostawał zobowiązany do świadczeń. W celu realizacji lub przenoszenia praw majątkowych, udokumentowanych papierami wartościowymi konieczne było ich okazanie lub zwrot. Stąd pojawiły się stanowiska, zgodnie z którymi do papierów wartościowych zaliczano także: polisy ubezpieczeniowe na okaziciela, losy loteryjne, czy książeczki oszczędnościowe⁶².

Realizacja prawa możliwa była także bez przedłożenia dokumentu, ale taka ewentualność miała miejsce w przypadku przedłożenia dowodu lub legitymacji, czyli nie papierów wartościowych. W tym sensie dokumenty stanowiące dowód służyły jedynie potwierdzeniu istniejącego prawa. Dokumenty stanowiące legitymację miały raczej ułatwić sprawdzenie uprawnień, gdyby wystąpiły jakieś wątpliwości⁶³. Dokumenty gwarantowanych praw majątkowych były tylko wtedy papierami wartościowymi, kiedy realizację gwarantowanego prawa powiązano przymusowo z posiadaniem dokumentu. W pozostałych przypadkach były to jedynie papiery stanowiące dowód lub legitymację, a prawo z nich wynikające mogło być zrealizowane lub wykonane także bez dokumentu⁶⁴.

W świetle obowiązujących przepisów zarówno papiery wartościowe, które stanowią przedmiot szerokiego, masowego obrotu, ich emisja, publiczny obrót (czy zbycie) są zdematerializowane, co oznacza, że nie mają substratu materialnego, a przybierają postać praw wartościowych, stanowiących jedynie zapis elektroniczny na rachunku papierów wartościowych. Dokumenty mogą być sporządzane na nośnikach elektronicznych. Moment powstania praw z nich wynikających jest równoznaczny z dokonaniem pierwszego zapisu na określonym rachunku, a przeniesieniu papierów wartościowych w formie materialnej odpowiada realizacja określonego zapisu na rachunku, który także jest równoznaczny z wydaniem ich w postaci papierowej.

Wprowadzenie dematerializacji stanowiło korzystne rozwiązanie dla funkcjonowania rynku papierów wartościowych. Brak fizycznej postaci dokumentu, odzwierciedlającego prawa wynikające z papierów wartościowych wpłynął pozytywnie na usprawnienie obrotu, poprzez jego uproszczenie, obniżenie kosztów związanych z transportem i przechowywaniem, a także nadzorem. Ponadto, zmniejszyło się ryzyko kredytowe przy przyjmowaniu tych papierów wartościowych jako zastawu w momencie zaciągania lokaty, transakcje mogły być zawierane bez względu na siedzibę kontrahenta, spadały koszty operacji o prowizję płaconą poprzednio odpowiedniemu pośrednikowi w zamian za obsługę materialnej postaci.

Na mocy aktualnie obowiązującej ustawy⁶⁵ papiery wartościowe, będące przedmiotem oferty publicznej, dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu lub emitowane przez Skarb Państwa lub NBP nie mają formy dokumentu od chwili zarejestrowania. Obecnie papiery warto-

ściowe i ucieleśnione w nich uprawnienia są zatrzymywane w depozycie w postaci rejestru zapisów księgowych prowadzonym przez depozytariusza. Rachunki papierów wartościowych, na których zapisywane są zdematerializowane papiery wartościowe, prowadzą między innymi: domy maklerskie, banki prowadzące działalność maklerską, Narodowy Bank Polski i Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, jeżeli oznaczenie tych rachunków pozwala na identyfikację osób, którym przysługują prawa z tych papierów⁶⁶. Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych prowadzi system rejestracji zdematerializowanych papierów wartościowych obejmujący rachunki papierów wartościowych i konta depozytowe⁶⁷. Od chwili zarejestrowania papierów wartościowych, za rachunki uważa się również zapisy dotyczące ich subskrypcji lub sprzedaży w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej⁶⁸. Na żądanie posiadacza rachunku papierów wartościowych podmiot prowadzący ten rachunek wystawia mu na piśmie imienne świadectwo depozytowe⁶⁹.

1.1.4. Klasyfikacja instrumentów finansowych

Instrumenty finansowe *sensu stricto*, czyli te, w ramach których m.in. znajdują się papiery wartościowe, nie są jednorodną kategorią związaną z określoną, pojedynczą instytucją prawną, można je podzielić uwzględniając następujące kryteria⁷⁰:

- sposób przenoszenia tytułu własności,
- charakter uzyskiwanego dochodu,
- forma obrotu,
- zapadalność – okres od emisji do wykupu,
- rodzaj prawa majątkowego płynącego z tytułu ich posiadania,
- sposób zarządzania,
- moment rozliczenia,
- pozycja na rynku, inaczej udział w strukturze,
- możliwość oddziaływania na biorcę kapitału (możliwość decydowania o polityce emitenta lokaty),
- poziom bezpieczeństwa i połączony z nim stopień płynności, uwzględniający możliwość przeniesienia prawa własności.

Kryterium *sposobu przenoszenia tytułu własności* pozwala wyróżnić instrumenty finansowe na okaziciela, na zlecenie określonej osoby oraz instrumenty imienne⁷¹. Instrumenty na okaziciela można przenosić na inne osoby poprzez zwykłe wręczenie, instrumenty na zlecenie przenosi się poprzez indosowanie natomiast imienne, zwane też rekta, są przenoszone na inne osoby poprzez cesję wierzytelności. Bezproblemowa zmiana właściciela występuje w przypadku: papierów na okaziciela. W odniesieniu do papierów na zlecenie, musi być wymieniony z nazwiska uprawniony, czyli ten, kto może egzekwować prawo. Emitentowi takiego instrumentu zależy na tym, aby można było prześledzić możliwą drogę handlową kolejnych właścicieli. Przeniesienie papierów imiennych (rekta) jest możliwe tylko poprzez specjalne oświadczenie – cesję i ponadto, z reguły, za wy-