

1 Struktura systemu finansowego

1.1. System finansowy

1.1.1. Elementy systemu finansowego

Podejście systemowe znajduje swoje zastosowanie do opisywania wielu zjawisk z zakresu geografii, przyrody, medycyny, ekonomii i finansów. Samo słowo „system” jest kategorią pojęciową o wieloznacznej interpretacji, a co za tym idzie nie ma także jednej i jednoznacznej definicji **systemu finansowego**. Definicja ta ciągle ewoluuje pod wpływem zachodzących zmian na rynkach finansowych, takich jak:

- ▶ **globalizacja** – powstawanie silnych zależności między rynkami różnych krajów w sferze realnej i finansowej, co przekłada się na znaczny, a nawet bardzo silny wpływ niektórych zdarzeń zachodzących w jednym kraju na zachowania uczestników rynku w innych krajach;

- ▶ **liberalizacja** – ograniczanie roli państwa w mechanizmach funkcjonowania rynków finansowych;

- ▶ **deregulacja** – zanikanie barier prawnych uniemożliwiających przepływ kapitału między różnymi segmentami rynku finansowego oraz rynkami finansowymi różnych krajów;

- ▶ **odejście od pośrednictwa** – możliwość przeprowadzenia transakcji na rynku finansowym bezpośrednio za pomocą środków technicznych zamiast korzystania z usług pośredników finansowych;

- ▶ **sekurytyzacja** – proces przekształcania dwustronnych kontraktów terminowych, w przypadku których nie jest możliwy obrót, na papiery wartościowe charakteryzujące się dużą płynnością obrotu;

- ▶ **rozwój technologiczny** – dotyczy informatyki, telekomunikacji i mediów;
- ▶ **integracja rynków finansowych różnych krajów** – fuzje i przejęcia transgraniczne, np. giełdy Euronex z giełdą LIFFE, a także NYSE z giełdą Euronex, Banku Santander z BZ WBK czy wcześniej z bankiem AIG Polska;
- ▶ **integracja usług i instytucji finansowych** – w ten sposób tworzone są konglomeraty finansowe, które oferują zintegrowane usługi finansowe obejmujące: inwestowanie, finansowanie i zarządzanie ryzykiem;
- ▶ **pojawienie się nowych możliwości inwestycyjnych na rynkach finansowych** – są to bardziej skomplikowane instrumenty: z jednej strony trudniejsze w analizie, z drugiej bardziej dostosowane do potrzeb klientów instytucjonalnych i do wielu innych zjawisk¹.

Niezależnie jednak od podejścia do definicji systemu finansowego reprezentowanego przez poszczególnych autorów wielu z nich wskazuje cztery **zasadnicze ogniwa systemu finansowego**, które chociaż mogą być rozpatrywane oddzielnie, tworzą ściśle powiązaną i integralną całość:

- ▶ **rynki,**
- ▶ **instrumenty,**
- ▶ **instytucje,**
- ▶ **normy prawne.**

W ujęciu prawnym zdefiniowano system finansowy w artykule 2 lit. b Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1092/2010 z 24 listopada 2010 r. w sprawie unijnego nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym i ustanowienia Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego² jako: wszystkie instytucje finansowe, rynki, produkty i infrastruktury rynkowe, co odzwierciedla ogniwa system finansowego, od wielu lat wskazywane w literaturze ekonomicznej.

W literaturze ekonomicznej podejmowane są próby zdefiniowania pojęcia „**rynek finansowy**”. Jest on definiowany najczęściej jako miejsce, gdzie dokonuje się transakcji kupna lub sprzedaży specyficznego towaru, jakim jest instrument finansowy. W wyniku tej czynności zmieniają się uczestnicy kontraktu, wchodząc w rozbudowane, choć często nieuświadomiane zależności. Prawo UE i prawo polskie nie definiują wprost rynku finansowego (sektora finansowego). Pośrednio jego definicja w ujęciu podmiotowym została podana

¹ Rosnące znaczenie systemów emerytalnych, dynamiczny rozwój nieregulowanego sektora finansowego, pojawienie się nowych grup ryzyka, kryzysy gospodarcze i finansowe, transfer ryzyka do gospodarstw domowych, innowacje w zakresie instrumentów finansowych, rosnąca rola inwestorów instytucjonalnych, wzrost indywidualnego bogactwa itd.

² Dz.Urz. L 331 z 15 grudnia 2010 r.

w art. 1 ust. 2 ustawy z 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym³, gdzie wymienione zostały w kolejności poszczególne rodzaje nadzoru: bankowy, emerytalny, ubezpieczeniowy, nad rynkiem kapitałowym, nad instytucjami pieniądza elektronicznego, nad agencjami ratingowymi, nad instytucjami płatniczymi i biurami usług płatniczych, nadzór uzupełniający, nadzór nad spółdzielczymi kasami oszczędnościowo-kredytowymi oraz Krajową Kasą Oszczędnościowo-Kredytową, a także nadzór nad pośrednikami kredytu hipotecznego oraz ich agentami.

Najczęściej wymienia się 2–4 rynki finansowe: dwa podstawowe – **kasowy (składa się z rynku pieniężnego i kapitałowego)** i **terminowy** (instrumentów pochodnych) oba uzupełnione **rynkiem walutowym**.

Z każdym z rynków związane są charakterystyczne dla niego **instrumenty finansowe**, które w zależności od przesłanek ich konstrukcji i wykorzystania są różnie definiowane. W art. 2 pkt 23 ustawy z 29 września 1994 r. o rachunkowości⁴ instrument finansowy to kontrakt, który powoduje powstanie aktywów finansowych u jednej ze stron i zobowiązania finansowego albo instrumentu kapitałowego u drugiej ze stron, pod warunkiem że z kontraktu wynikają jednoznacznie skutki gospodarcze. Z kolei art. 2 i 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi⁵ enumeratywnie wymienia katalog instrumentów finansowych na potrzeby tej ustawy:

▶ papiery wartościowe (akcje, obligacje, prawa do akcji, prawa poboru, listy zastawne i inne tam wskazane),

▶ instrumenty niebędące papierami wartościowymi (np. tytuły uczestnictwa w podmiotach zbiorowego inwestowania, instrumenty rynku pieniężnego, instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest papier wartościowy, stopy procentowe, waluta czy wskaźnik rentowności, które są dostarczane przez dostawę lub rozliczenie pieniężne i inne tam wskazane); przedmiotem obrotu na giełdzie mogą być tylko te papiery wartościowe i inne instrumenty finansowe, które są dopuszczone do obrotu.

W ujęciu ekonomicznym nie ma jednej sprecyzowanej i przyjętej definicji instrumentu finansowego. Najbardziej popularna definicja instrumentu finansowego mówi, że jest to umowa, zawarta pomiędzy stronami, regulująca zależność finansową. Strony umowy wchodzić we wzajemne, choć często nieuświadomiane, relacje.

Instytucje finansowe w powszechnym rozumieniu, to podmioty świadczące usługi finansowe, które wiążą się z inwestowaniem lub pozyskiwaniem pienią-

³ Tekst ujednolicony Dz.U. z 2017 r., poz. 196 (dalej ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym).

⁴ Tekst jednolity Dz.U. z 2017 r., poz. 234.

⁵ Tekst jednolity Dz.U. z 2017 r. poz. 1768 (dalej ustawa o obrocie instrumentami finansowymi).

dza, a także z jego przepływem. Natomiast definicję instytucji finansowej znajdujemy w kilku aktach prawnych np. art. 4 & 1 pkt 7 ustawy z 15 września 2000 r. – Kodeks Spółek Handlowych⁶ (dalej KSH) wymienienia instytucje finansowe (ujęcie podmiotowe): bank, fundusz inwestycyjny, towarzystwo funduszy inwestycyjnych, zakład ubezpieczeń, zakład reasekuracji, fundusz powierniczy, towarzystwo emerytalne, fundusz emerytalny czy dom maklerski. Inna definicja wynika z przyjętej przez Polskę klasyfikacji ESA 2010⁷, zgodnie z którą podstawą aktywności instytucji finansowych jest pośrednictwo finansowe. Klasyfikację ESA stosuje NBP⁸, wyodrębniając trzy podsektory: **monetarne instytucje finansowe** (ich działalność polega na przyjmowaniu depozytów i udzielaniu kredytów i/lub inwestowaniu w papiery wartościowe), **pozostałe instytucje pośrednictwa finansowego** (zaciąganie zobowiązań w formie innej niż gotówka, depozyty i/lub substytuty depozytów od jednostek instytucjonalnych innych niż monetarne instytucje finansowe), **pomocnicze instytucje finansowe** (które nie prowadzą pośrednictwa finansowego we własnym imieniu, ale przyczyniają się do tworzenia warunków tego pośrednictwa lub tworzą infrastrukturę do funkcjonowania tych rynków). Każdy z rynków (pieniężny czy kapitałowy) charakteryzuje się swoistymi przynależnymi to niego instytucjami.

Zasady funkcjonowania, organizacji i reguły zachowań każdego rynku, instrumentu i instytucji są sformalizowane w wielu aktach prawnych o charakterze ogólnie obowiązującym (ustawy, rozporządzenia itd.) oraz o charakterze niesformalizowanym (regulaminy, zwyczaje, kodeksy dobrych praktyk).

Rozwój systemów finansowych na przestrzeni wieków spowodował, że na świecie wykształciły się dwa zasadnicze ich rodzaje:

- ▶ **system kontynentalny** – z jego bazą opartą na bankach, będących głównym elementem transferu pieniądza za pośrednictwem kredytów i pożyczek⁹,
- ▶ **system angloamerykański** – w którym zasadnicze miejsce w redystrybucji środków finansowych przypada giełdzie i bankom inwestycyjnym za pośrednictwem emisji papierów wartościowych, które obecnie przenikają się i uzupełniają.

⁶ Tekst jednolity Dz.U. z 2017 r. poz. 1577.

⁷ European System of Accounts 2010. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 549/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych w Unii Europejskiej Dz.Urz. L 174.

⁸ NBP, Rachunki finansowe. Objasnienia, NBP.

⁹ Potrzeby uczestników rynku (strony popytowej dysponującej kapitałem i podażowej oczekującej na kapitał) doprowadziły do udostępniania klientom środków nie tylko w formie klasycznego kredytu, lecz również umowy leasingowej, faktoringu czy forfatingu czy coraz popularniejszego crowdfundingu (zob. rozdział 11).

Punktem odniesienia systemu finansowego danego kraju do jednego z wymienionych wyżej systemów jest – przyjmowany powszechnie na świecie – udział aktywów sektora bankowego oraz kapitalizacji Giełdy w relacji do Produktu Krajowego Brutto (PKB). W Polsce udział sektora bankowego w PKB w 2009 r. wynosił 88%, co pozycjonowało Polskę w krajach Unii Europejskiej prawie na końcu tabeli (zob. tab. 2.7). Natomiast udział kapitalizacji Giełdy w PKB wynosił w tym samym roku 31,5% PKB. Była to odległa pozycja w porównaniu ze starymi państwami członkowskimi Unii (zob. tab. 3.11). W 2017 r. pozycja Polski na tle państw UE nie uległa zasadniczej zmianie.

1.1.2. Funkcje rynków finansowych

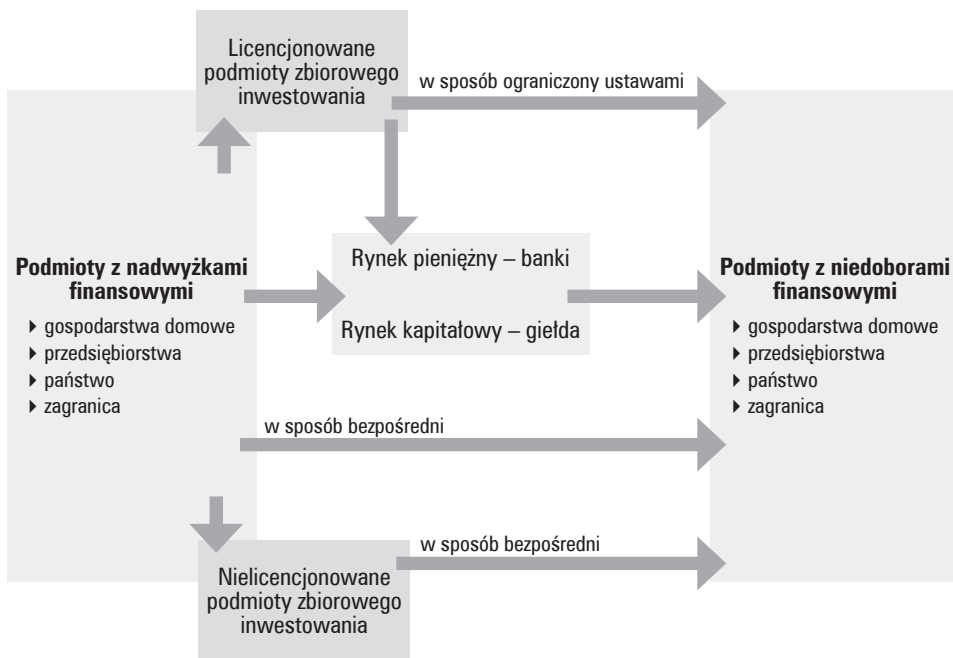
Niezależnie od miejsca zajmowanego w gospodarce przez osoby fizyczne, podmioty gospodarcze, gospodarstwa domowe, jednostki samorządu terytorialnego lub państwo zawsze reprezentują one ten sam sposób zachowania na rynku finansowym. Albo zgłaszają popyt na środki finansowe umożliwiające podtrzymanie płynności lub warunkujące dalszy rozwój, albo posiadają czasowo wolne środki i są gotowe je udostępnić na krótszy lub dłuższy okres. W pierwszym przypadku z pozyskaniem środków finansowych będą związane określone, może nawet wysokie koszty, w drugim – inwestorzy liczą na osiągnięcie przyszłych, często niepewnych korzyści. Stąd **główną funkcją rynku finansowego jest pośrednictwo w transferze funduszy od podmiotów (uczestników rynku), które je posiadają, do tych, które zgłaszają na nie popyt**. Ten przepływ pieniądza odbywa się za pośrednictwem instytucji charakterystycznych dla każdego z rynków. Proces ten może się także odbywać w sposób:

▶ bezpośredni (zakup akcji na rynku niepublicznym, pożyczka udzielona siostrze itd. lub przez nielicencjonowane instytucje, takie jak: *venture capital*, anioły biznesu, crowdfunding itd.,

▶ pośredni, z udziałem takich instytucji jak bank czy giełda lub w coraz szerszym zakresie przez licencjonowane podmioty zbiorowego inwestowania: fundusze emerytalne, inwestycyjne itd., z ograniczoną możliwością bezpośredniego wspierania strony popytowej (rys. 1.1).

Rynek finansowy wykorzystuje wiele instrumentów, których umiejętne zastosowanie decyduje o rozwoju nie tylko poszczególnych podmiotów, ale w dalszej konsekwencji całej gospodarki. Istotne jest, aby poprzez wykorzystanie instrumentów i instytucji charakterystycznych dla tego rynku możliwie najszerszej uruchomić jego liczne dodatkowe funkcje:

► **Mobilność i mobilizacja kapitału** określają zdolność podmiotów i osób fizycznych do powstrzymywania się od bieżącej konsumpcji na rzecz osiągnięcia w przyszłości pożądanego efektu finansowego. Zaangażowanie inwestorów będzie uzależnione od atrakcyjności instrumentu finansowego (oczekiwane efekty finansowe), łatwości jego nabywania i zbywania (organizacja rynku) oraz ryzyka związanego z funkcjonowaniem samego emitenta. Skuteczna mobilizacja kapitału oraz umiejętne wykorzystanie potencjału inwestorów determinuje rozwój rynku.



Rysunek 1.1. Schemat funkcjonowania rynku finansowego jako miejsca przepływu środków finansowych od strony podaży do popytu

Źródło: opracowanie własne.

► **Alokacja kapitału** określa kierunki, w które płyną strumienie kapitału. Inwestorzy nieustannie poszukują takich instrumentów lokowania wolnych środków, które dają przynajmniej potencjalną szansę uzyskania wyższej efektywności z użyczonego kapitału; nie wycofują kapitału i nie lokują go w sposób niekontrolowany. Najwyraźniej można obserwować to zjawisko na rynkach giełdowych. Poprzez analizę porównawczą spółek czy całych branż, fachową ich wycenę, dostępność analiz czy wreszcie profesjonalizm pośredników na-

stępuje podjęcie decyzji o przepływie kapitału z obszarów mało efektywnych do obszarów o największym potencjale rozwojowym.

▶ **Transformacja kapitału** zależy od organizacji rynku – im lepiej rynek jest zorganizowany, im więcej ma instrumentów i im lepsza jest jego płynność, tym szybszy i skuteczniejszy jest proces kojarzenia dysponentów wolnego kapitału z podmiotami zgłaszającymi na niego zapotrzebowanie. Rozwój rynku kapitałowego i jego oprzyrządowania (instrumenty, instytucje, organizacja) powoduje, że na rynku pojawiają się nowi inwestorzy gotowi udostępnić nowe strumienie kapitału, licząc na dodatkowe źródła zarobkowania.

▶ **Wycena wartości firmy i kapitału** dokonywana jest na rynku kapitałowym na bieżąco. Każdego dnia wyznaczana jest cena walorów notowanych na giełdzie lub rynku pozagiełdowym, kształtowana przez podaż i popyt kreowany przez inwestorów. To rynek i inwestorzy na podstawie dopływających komunikatów od emitentów decydują o nabywaniu i zbywaniu instrumentów finansowych. Wydają tym samym opinię o notowanych walorach. Zachowanie inwestorów jest źródłem informacji dla emitenta o szansach dalszego pozyskiwania kapitału. Nie zawsze rynek odzwierciedla i wycenia walory w sposób obiektywny. Zdarzają się sytuacje na rynkach, szczególnie będących w fazie rozwojowej oraz przy niskiej kapitalizacji, kiedy do głosu dochodzą emocje inwestorów. Fałszują one rzeczywisty obraz emitenta i kształtują nieadekwatną do sytuacji emitenta cenę notowanego instrumentu finansowego.

1.2. Klasyfikacja rynków finansowych

1.2.1. Wybrane kryteria klasyfikacji rynków finansowych

Jest wiele kryteriów, za pomocą których możemy dokonywać klasyfikacji rynków finansowych¹⁰ (rys. 1.2). W najbardziej klasycznym podejściu możemy podzielić rynek finansowy na dwa segmenty:

1) **pieniężny** – organizowany przez banki i parabanki, sięgający swoimi korzeniami XIV w.¹¹;

¹⁰ Przedstawione kryteria podziału nie wykluczają innych możliwości podziału rynku finansowego, tym bardziej że rynek ten z jego instytucjami i instrumentami finansowymi jest coraz bardziej skomplikowany.

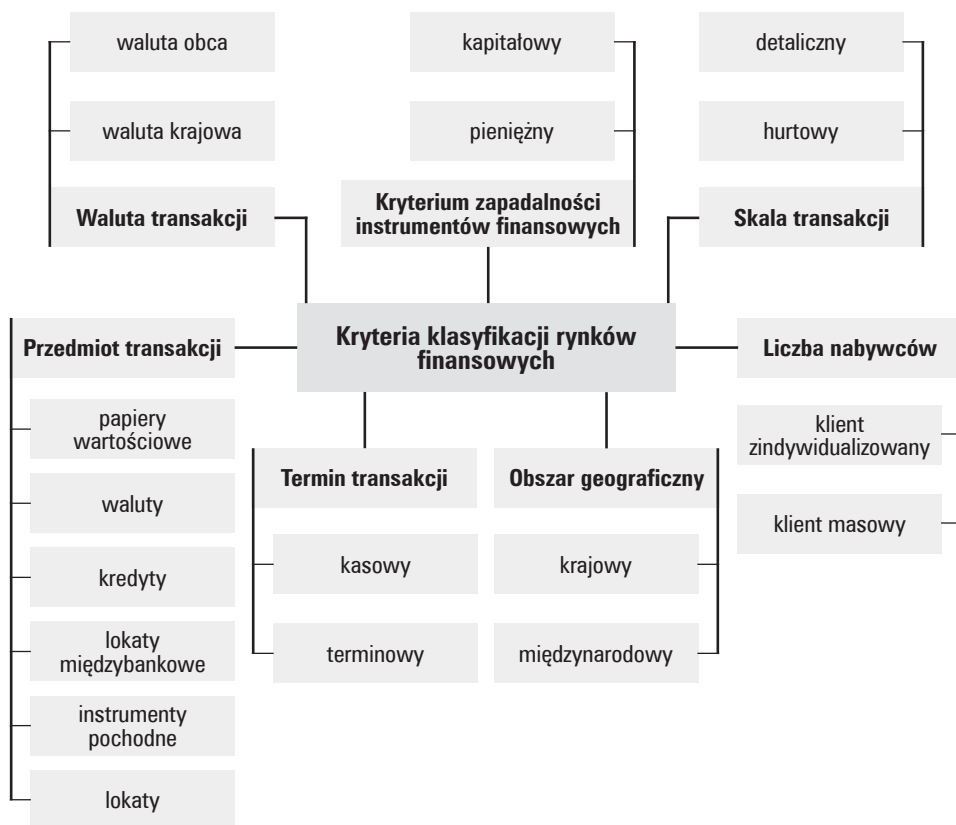
¹¹ Pod koniec XIV w. powstały pierwsze banki handlowe we Włoszech (Casa di San Goirgio w Genui w 1586 r., Banco de Rialto w Wenecji w 1587 r. czy Banco di San Ambrosio w Mediolanie w 1593 r.), które przyjmowały depozyty i udzielały kredytów.

2) **kapitałowy** – organizowany przez giełdy (choć nie tylko), sięgający swoimi korzeniami XVII w.¹².

W takim podziale wykorzystujemy dwa kryteria:

▶ **czas trwania (horyzont)** wystawianego lub emitowanego instrumentu finansowego,

▶ **cel, jaki ma być zrealizowany** przez wykorzystanie zawartości instrumentu finansowego.



Rysunek 1.2. Wybrane kryteria klasyfikacji rynków finansowych

Źródło: opracowanie własne.

Na rynku pieniężnym są emitowane lub wystawiane instrumenty finansowe o terminie realizacji praw nie dłuższym niż rok. Opiewają one wyłącznie na

¹² Rynek kapitałowy związany jest z powstawaniem pierwszych quasi-spółek akcyjnych. Pierwszą spółką akcyjną na świecie była Holenderska Kompania Wschodnioindyjska powołana 9 września 1606 r.

wierzytelności pieniężne wyrażone w walucie polskiej lub obcej, np. bony skarbowe, certyfikaty depozytowe, bony komercyjne, kredyty i depozyty krótkoterminowe. Biorąc pod uwagę długość życia instrumentów finansowych na tym rynku, dla strony popytowej mogą być one źródłem uzupełnienia chwilowego niedoboru środków finansowych (podtrzymanie lub poprawienie płynności), stronie podażowej pozwalają zaś chwilowo zagospodarować wolne nadwyżki finansowe. Takie pojęcie rynku pieniężnego jest zbieżne z definicją rynku pieniężnego podaną w art. 3 ust. 27 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi: „rynek pieniężny [...] to system obrotu instrumentami finansowymi opiewającymi wyłącznie na wierzytelności pieniężne, o terminie realizacji praw, liczonym od dnia wystawienia lub nabycia w obrocie pierwotnym, nie dłuższym niż rok”.

Rynek kapitałowy dostarcza instrumentów o horyzoncie czasowym powyżej roku. Mają one charakter wierzyielski lub majątkowy: akcje, obligacje, listy zastawne itd. W ten sposób strona popytowa zaspokaja swoje potrzeby na kapitał służący realizowaniu zadań inwestycyjnych, a strona podażowa udostępnia pieniądze na dłuższy czas, licząc na znacznie większe profity (np. wzrost wartości instrumentu finansowego, dywidendę) niż na rynku pieniężnym (oprocentowanie, zmiana kursów walut). Oczekiwanie większych i bardziej zróżnicowanych profitów wynika z podwyższonego ryzyka utraty środków użyczonych na kilka lub kilkanaście lat. Do przemieszczania kapitału może dochodzić zarówno z wykorzystaniem kredytów średnio- i długookresowych (tę rolę wypełniają banki), jak i przez emitowanie papierów wartościowych o charakterze wierzyielskim lub majątkowym, stąd częścią rynku kapitałowego jest rynek papierów wartościowych (rynek giełdowy).

Rynek pieniężny i rynek kapitałowy zaliczamy do rynków kasowych, na których dostawa i zapłata za towar (instrument finansowy) dokonywane są w tym samym czasie w momencie zawarcia umowy. Otwarcie gospodarki i rozwój handlu na wielką skalę, zmienność stóp procentowych, cen surowców i akcji na giełdach świata były przyczyną powstawania ryzyka finansowego o różnej skali i zakresie. Dlatego zaczęto poszukiwać instrumentów **redystrybujących czy ograniczających ryzyko**. Pojawiły się finansowe instrumenty pochodne (kontrakty, opcje i inne), a wraz z nimi **rynek terminowy, na którym między umową kupna/sprzedaży a dostawą/zapłatą występuje różnica w czasie**¹³.

¹³ Zawarta umowa może przewidywać dostarczenie towaru w przyszłości (transakcja rzeczywista) lub tylko rozliczenie pieniężne bez konieczności dostarczania towaru (transakcja nierzeczywista).

Rynek terminowy (instrumentów pochodnych) jest najmłodszym rynkiem rozwijającym się intensywnie od połowy XX w. Na rynku terminowym, jak już wspomniano, występuje istotna różnica między czasem zawarcia umowy a jej rozliczeniem. Drugą istotną cechą tego rynku jest działanie tzw. dźwigni finansowej, która daje możliwość osiągnięcia w krótkim okresie zarówno nieproporcjonalnie wysokiego zysku w stosunku do zainwestowanych środków, jak również poniesienie nieproporcjonalnych strat. Na rynku terminowym strony w momencie zawierania umowy nie znają jej konsekwencji i nie potrafią przewidzieć, kto poniesie stratę, a kto osiągnie zysk, ale – co istotne – akceptują ten fakt. Pochodne nie są instrumentami samoistnymi jak instrumenty rynku kasowego. Podstawą ich konstrukcji jest inny instrument lub cecha z rynku pieniężnego (cena, oprocentowanie, kurs walutowy) albo kapitałowego (akcja, obligacja, indeks giełdowy), a nawet inny instrument pochodny.

Transakcje tego typu zawsze zawierają **element spekulacji (osiągnięcie zysku z samej zmienności cen na rynku)**, ponieważ polegają na przewidywaniu przyszłości. Działanie spekulantów (inwestorów świadomie narażających się na ryzyko) powinno być poparte szczególną umiejętnością prognozowania trendów oraz wyznaczeniem granicy akceptowalnej straty. Inną funkcją instrumentów pochodnych to **arbitraż** (polegający na łączeniu transakcji wynikających z zauważalnych różnic cen tego samego produktu na różnych rynkach lub na tym samym rynku).

Rynek walutowy (zwany często FOREX¹⁴) to miejsce, gdzie są zawierane transakcje kupna-sprzedaży jednej waluty za drugą, walut, które pochodzą z dwóch różnych krajów (obecnie na świecie operuje się około 170 różnymi walutami). Korzenie tego rynku sięgają średniowiecza, gdy posługiwano się kwitami wymiany dla ułatwienia rozliczeń. Rynek walutowy dzieli się, biorąc pod uwagę termin realizacji transakcji, na rynek kasowy (*spot market* – rynek natychmiastowy) oraz terminowy. Ten pierwszy charakteryzuje się zawarciem umowy w konkretnym dniu po określonym kursie, a dostarczenie waluty i rozliczenie następuje za dwa dni robocze. Ten drugi skupia operacje o czasie rozliczenia dłuższym niż dwa dni robocze z wykorzystaniem takich instrumentów jak forward, walutowe kontrakty futures, opcje walutowe czy transakcje typu SWAP.

Rynek walutowy spełnia cztery podstawowe funkcje, biorąc pod uwagę motyw zawierania transakcji: inwestycyjną (z myślą o długim horyzoncie czasowym), spekulacyjną (z myślą o krótkim horyzoncie czasowym), zabezpieczającą

¹⁴ Rynek Foreign Exchange obejmuje głównie transakcje walutowe zawierane między bankami komercyjnymi czy inwestycyjnymi.

(hedging – w celu ubezpieczenia przed ryzykiem finansowym) i arbitrażową (wykorzystywanie efektywności i nieefektywności różnych rynków).

1.2.2. Struktura rynku kapitałowego

Szeroko pojęty **rynek kapitałowy** składa się z dwóch segmentów:

- 1) **ryнку prywatnego**,
- 2) **ryнку publicznego (rynek papierów wartościowych)**.

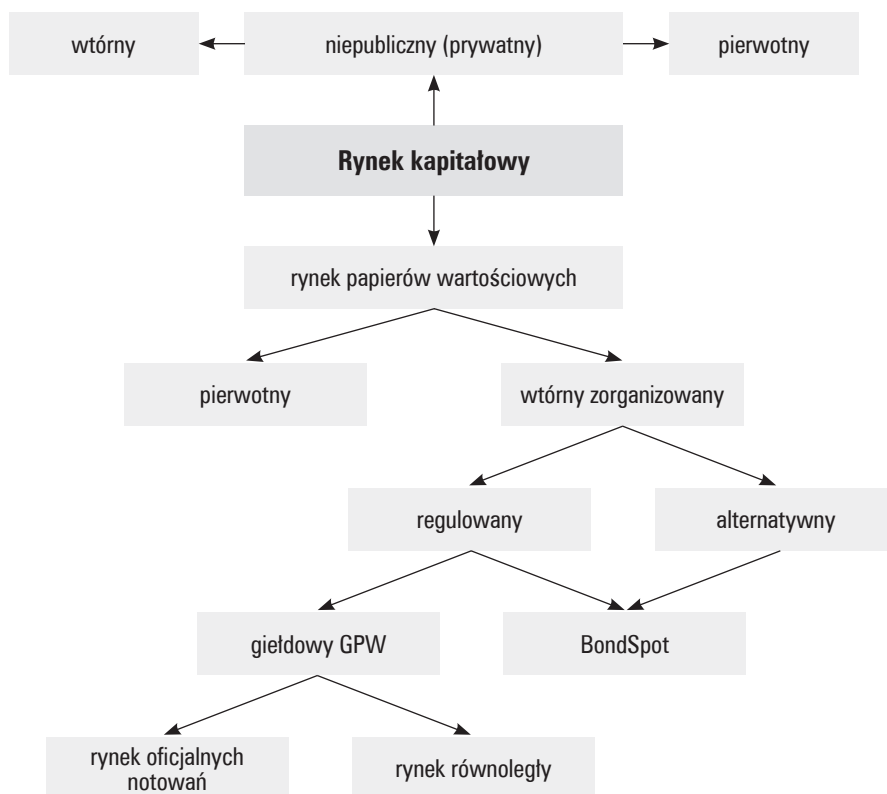
Podstawowym kryterium dzielącym oba rynki jest liczba odbiorców, do których kieruje swoją ofertę emitent. Jeżeli jest ona skierowana do mniej niż 150 oznaczonych inwestorów, znajdujemy się na rynku prywatnym, który nie podlega nadzorowi KNF¹⁵. Na nim partnerzy transakcji (ten, który zgłasza zapotrzebowanie – emitent, oraz ten, który dysponuje kapitałem – inwestor) zgodnie z przepisami ustaw odnoszących się do emisji konkretnego papieru wartościowego (akcji, obligacji itd.) zawierają indywidualną umowę o charakterze cywilnym. Krąg inwestorów jest podmiotowi zabiegającemu o środki w miarę dobrze znany, a inwestor dysponuje zazwyczaj znaczącym portfelem i służbami potrafiącymi wycenić i ocenić emitenta (rys. 1.3).

Jeżeli oferta emitenta skierowana jest do co najmniej 150 inwestorów lub nieoznaczonego adresata, wchodzimy w organizację rynku publicznego (ryнку papierów wartościowych), na którym emitent spotyka się z setkami tysięcy inwestorów, a transakcje zawierane są masowo. Na tym rynku emitent nie zna inwestorów, a inwestor, często dysponujący niewielkim kapitałem, musi być przekonany, że powierzone emitentowi środki finansowe zostaną wydatkowane w sposób bezpieczny. Dlatego rynek ten jest **nadzorowany przez organ nadzoru: Komisję Nadzoru Finansowego**.

Ze względu na bezpieczeństwo uczestników transakcji rynek papierów wartościowych musi charakteryzować się kilkoma istotnymi cechami:

- ▶ **rzetelnością** – świadomością, że konsekwencją niezgodnego z prawem zachowania będzie kara pieniężna, wykluczenia z rynku, a nawet pozbawienia wolności;
- ▶ **efektywnością** – wypełnianie przez wszystkie instytucje związane z rynkiem swoich obowiązków zgodnie z wyznaczonymi zadaniami;

¹⁵ Kryterium podziału na rynek prywatny i publiczny wskazuje art. 3 ustawy z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Tekst jednolity Dz.U. z 2016 r. poz. 1639, dalej ustawa o ofercie publicznej).



Rysunek 1.3. Struktura rynku kapitałowego

Źródło: opracowanie własne.

► **przejrzystością** – wszystkie czynności dokonywane na rynku muszą być jasno określone i zrozumiałe dla wszystkich jego uczestników: emitentów i inwestorów;

► **płynnością** – niezwłoczna realizacja zleceń kupna i sprzedaży instrumentów finansowych składanych przez inwestorów;

► **integralnością** – prawidłowe ustawienie relacji, powiązań formalnych i nieformalnych, organizacyjnych i technicznych między instytucjami charakterystycznymi dla tego rynku.

Rynek papierów wartościowych możemy podzielić na **pierwotny**, na którym emitent po raz pierwszy spotyka się z inwestorem, i **wtórny**, gdzie dochodzi do relacji inwestor–inwestor. Na rynku pierwotnym istotny jest sposób komunikacji emitenta z inwestorem i warunki, na jakich nastąpi przepływ kapitału między stronami transakcji. Emitent zobowiązany jest zastosować procedurę

wskazaną w art. 7 ustawy o ofercie publicznej, składającą się z trzech zasadniczych kroków: **sporządzenie, zatwierdzenie przez KNF i upublicznienie dokumentu ofertowego** (prospektu, który zawiera podstawowe informacje o emitencie i jego papierach wartościowych).

Nieodzownym uzupełnieniem rynku pierwotnego jest **rynek wtórny** (pozwala inwestorowi, który nabył papier wartościowy na rynku pierwotnym, dokonać jego sprzedaży na rzecz innego inwestora), który w przepisach prawa nosi nazwę zorganizowanego. W jego ramach wydzielono:

▶ **Rynek regulowany**¹⁶ – działający w sposób stały system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do tego obrotu, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych oraz jednako-
we warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi KNF¹⁷. Cechą tego rynku jest to, że organizatorami obrotu mogą zostać licencjonowane spółki akcyjne. Rynek ten może mieć charakter rynku giełdowego – kierowanego zleceniami (w Polsce Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie) oraz pozagiełdowego – kierowanego ofertami (w Polsce BondSpot).

▶ **Rynek alternatywny** – organizowany przez firmę inwestycyjną lub spółkę prowadzącą rynek regulowany, wielostronny system obrotu dokonywanego poza rynkiem regulowanym, którego przedmiotem są papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego, zapewniający koncentrację podaży i popytu w sposób umożliwiający zawieranie transakcji między uczestnikami tego systemu¹⁸. Organizatorem tego rynku w Polsce jest Giełda. Nosi on nazwę NewConnect.

Instytucje, które z mocy prawa mogą organizować wtórny regulowany obrót instrumentami finansowymi, są zobowiązane do zapewnienia:

▶ Koncentracji podaży i popytu na instrumenty finansowe będące przedmiotem obrotu na danym rynku w celu kształtowania ich powszechnego kursu. Inaczej mówiąc, zapewnienie spotkania w określonym momencie możliwie dużej liczby inwestorów sprzedających i kupujących dany instrument finansowy notowany na giełdzie, przy niskich kosztach zawierania transakcji. Koncentracji sprzyja standaryzacja obrotu instrumentami finansowymi czy odpowiedni dobór systemu notowań do konkretnego instrumentu finansowego.

¹⁶ Komisja Europejska publikuje w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej (Official Journal of the European Union) i zamieszcza na stronie internetowej wykaz rynków regulowanych działających w ramach państw członkowskich.

¹⁷ Art. 14 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

¹⁸ Art. 3 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

▶ Bezpiecznego i sprawnego przebiegu transakcji, nad którymi czuwa prowadzący sesję giełdową.

▶ Przejrzystości obrotu – upowszechnianie jednolitych informacji (np. kurs, wartość obrotów, indeksy itd.), które umożliwiają ocenę bieżącej wartości instrumentów finansowych notowanych na giełdzie.

1.3. Instrumenty finansowe

1.3.1. Instrumenty rynku kasowego (transferu kapitału)

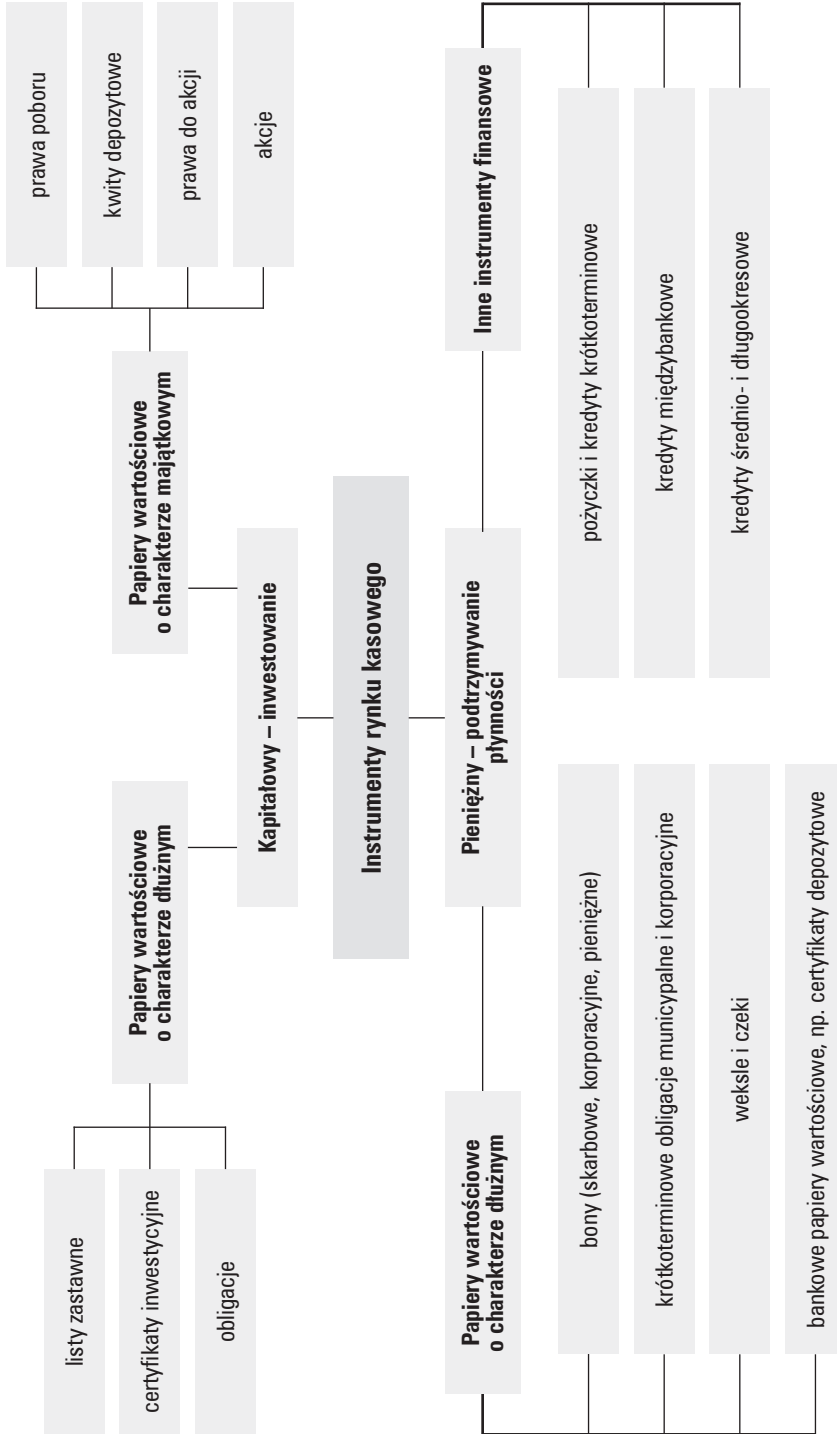
Instrumenty finansowe dzielone są na **instrumenty transferu kapitału** (instrumenty rynku pieniężnego i kapitałowego) oraz **instrumenty transferu ryzyka** (instrumenty rynku terminowego).

Instrumenty rynku pieniężnego są przede wszystkim związane z podtrzymywaniem płynności podmiotów zgłaszających na nie zapotrzebowanie. Dla drugiej strony są one najczęściej formą oszczędzania (po wygaśnięciu instrumentu finansowego uczestnik rynku otrzymuje udostępnione środki finansowe w pełnej wysokości oraz profit najczęściej w formie oprocentowania). Na rynku tym instrumenty finansowe mają postać papierów wartościowych (najczęściej instrumentów dłużnych) emitowanych na krótkie okresy oraz typowych produktów bankowych (rys. 1.4).

Instrumenty transferu kapitału obejmują umowy, w których jedna strona, dysponująca nadmiarem kapitału, przekazuje go drugiej stronie, zgłaszającej popyt na kapitał. Instrument ten stronie emitującej umożliwia pozyskanie kapitału, natomiast dla strony nabywającej wiąże się z działalnością inwestycyjną (inwestor nie ma pewności, że po wygaśnięciu instrumentu finansowego odzyska w pełni zainwestowane środki). Grupę instrumentów transferu kapitału dzieli się na **instrumenty dłużne** (transferowany kapitał ma charakter długu) oraz **instrumenty udziałowe** (instrument inkorporuje prawo własności w innym podmiocie). Instrumentem transferu kapitału na rynku bankowym są kredyty średnio- i długookresowe.

Instrumenty transferu ryzyka obejmują umowy, w których jedna lub obie strony przekazują ryzyko drugiej stronie. Są nimi instrumenty pochodne.

Obok instrumentów transferu kapitału i instrumentów transferu ryzyka występują tzw. **instrumenty hybrydowe**, które – łącząc dwie powyższe kategorie – przybierają charakter mieszany.



Rysunek 1.4. Instrumenty rynku kasowego (transferu kapitału)

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 1.1. Wybrane papiery wartościowe, ich emitenci i podstawa prawna emisji

	Papier wartościowy	Podmiot emitujący/wystawiający	Podstawa prawna
Rynek pieniężny	▶ weksle	▶ osoby fizyczne, osoby prawne, jednostki organizacyjne niemające osobowości prawnej	▶ ustawa z 28 kwietnia 1936 r. – Prawo wekslowe (tekst jedn. Dz.U. z 2016 r. poz.160) dalej – prawo wekslowe
	▶ bony skarbowe	▶ Skarb Państwa	▶ ustawa z 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (tekst ujedn. Dz.U. z 2016 r. poz. 1870) dalej – ustawa o finansach publicznych
	▶ bankowe papiery wartościowe	▶ banki	▶ ustawa z 29.08.1997 r. – Prawo bankowe (tekst jedn. Dz.U. z 2017 r. poz. 1876) dalej – prawo bankowe
	▶ bony NBP	▶ NBP	▶ ustawa z 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (tekst jedn. Dz.U. z 2017 r. poz. 137) dalej – ustawa o NBP
	▶ krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw (bony komercyjne)	▶ osoby prawne (przede wszystkim spółki giełdowe)	▶ ustawa z 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (tekst jedn. Dz.U. z 2017 r. poz. 459)
	▶ krótkoterminowe obligacje korporacyjne i municypalne	▶ osoby prawne, gminy, powiaty, województwa	▶ ustawa z 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (tekst ujedn. Dz.U. z 2015 r. poz. 238) dalej – ustawa o obligacjach ▶ prawo wekslowe
Rynek kapitałowy	▶ obligacje	▶ osoby prawne i spółki komandytowo-akcyjne ▶ gminy, powiaty, województwa, ich związki oraz m.st. Warszawa ▶ podmioty mające osobowość prawną, upoważnione do emisji obligacji na podstawie innych ustaw ▶ wskazane instytucje finansowe*	▶ ustawa o obligacjach

	▶ papier wartościowy	▶ podmiot emitujący/wystawiający	▶ podstawa prawna	
	▶ obligacje Skarbu Państwa	▶ Skarb Państwa	▶ ustawa o finansach publicznych	
	▶ obligacje NBP	▶ NBP	▶ ustawa o NBP	
	▶ obligacje BFG	▶ BFG	▶ ustawa z dnia 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji (Dz.U. z 2016 r. poz. 996) dalej – ustawa o BFG	
	▶ kwity depozytowe	▶ instytucje finansowe (zwłaszcza tzw. banki depozytowe)	▶ ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jedn. Dz.U. z 2017 r. poz. 1768) dalej – ustawa o obrocie	
	▶ listy zastawne	▶ banki hipoteczne	▶ ustawa z 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych (tekst jedn. Dz.U. z 2016 r. poz. 1771) dalej – ustawa o bankach hipotecznych	
	▶ certyfikaty inwestycyjne	▶ zamknięte fundusze inwestycyjne	▶ ustawa z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (tekst jedn. Dz.U. z 2018 r. poz. 56) dalej – ustawa o funduszach inwestycyjnych	
	▶ akcje	▶ spółki akcyjne oraz spółki komandytowo-akcyjne	▶ ustawa z 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (tekst jedn. Dz.U. z 2017 r. poz. 1577) dalej – KSH	
	▶ prawo do akcji (PDA)	▶ spółki akcyjne	▶ KSH	
	▶ warranty subskrypcyjne	▶ spółki akcyjne	▶ KSH	

Rynek kapitałowy

* Instytucje finansowe, których członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub NBP, lub przynajmniej jedno z państw należących do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD), lub bank centralny takiego państwa, lub instytucje, z którymi Rzeczpospolita Polska zawarła umowy regulujące działalność takich instytucji na terenie Polski i zawierające stosowne postanowienia dotyczące emisji obligacji (art. 2 ustawy o obligacjach).

Źródło: opracowanie własne.