

N. Iwaszczuk, T. Solovej\*

AGH Akademia Górniczo-Hutnicza w Krakowie,

\*Narodowy Uniwersytet "Lwowska Politechnika"

## STAN RYNKU FINANSOWEGO JAKO DETERMINANTA ROZWOJU GOSPODARCZEGO KRAJU

© Iwaszczuk N., Solovej T., 2014

W artykule dokonany został przegląd podstawowych instrumentów i elementów tworzących system finansowy w Polsce. Przeanalizowano udział poszczególnych podmiotów wchodzących w jego skład. Zbadano dynamikę wartości aktywów systemu finansowego Polski w relacji do PKB na tle innych państw. Oddzielnie zostały zbadane rynek pieniężny i rynek kapitałowy, pod względem rodzajów instrumentów obrotu i ich łącznej wartości na przestrzeni ostatnich lat. Poddano analizie związek pomiędzy stanem rynku finansowego a rozwojem gospodarczym kraju.

Słowa kluczowe: system finansowy, przedmioty, zajęcia, na giełdzie, wartość aktywów, rozwoju gospodarczego, przedsiębiorczości.

N. Ivashchuk, T. Solovey\*

AGH University of Science and Technology,

Lviv Polytechnic National University

## FINANCIAL MARKET CONDITIONS AS DETERMINANTS OF ECONOMIC REGION

© Ivashchuk N., Solovey T., 2014

Revealed that the analysis of the modern economy can not be considered sufficient without interrelated analysis of the financial market, which is currently the most dynamic in its development and provides the rotation of securities of the real economy.

This article was made an overview of the basic instruments and elements of the financial system in Poland. The share of individual entities (its component) was analyzed. The dynamics of the Polish financial system assets values to GDP ratio compared to other countries were examined. Money market and capital market have been examined separately, in terms of types of traded instruments and their total value in recent years. The relationship between the state of the financial market and economic development of the country was analyzed.

Argued that the stock market provides the efficiency of capital mobilization and allocation, as it provides a lower cost of capital and contributes to the implementation of innovations and new technologies and improve business efficiency. Based on the above, rightly, that the organization of a well-functioning capital market facilitates corporate restructuring, an important feature of which is the fact that he has no political boundaries, as opposed to the real economy.

Key words: financial system, subjects, activities, stock market, asset values, economic development, enterprise.

**Wprowadzenie.** Analiza współczesnej gospodarki byłaby niekompletna bez analiz jej rynku finansowego. Zważając na zachodzące w niej procesy globalizacyjne i integracyjne, dotyczy to zarówno gospodarek krajowych, jak i gospodarki światowej w całości. Rynek finansowy, a zwłaszcza jego segment związany z papierami wartościowymi jest obecnie jednym z najdynamiczniej rozwijających się rynków na świecie. W Polsce publiczny rynek papierów wartościowych jest dość młody, gdyż jego rozwój w obecnej postaci rozpoczął się dopiero w roku 1991, czyli na początku okresu transformacji w kraju. Podwaliny tego rynku zostały założone przez ustawę z dnia 22 marca 1991 roku „Prawo o publicznym obrocie papierami

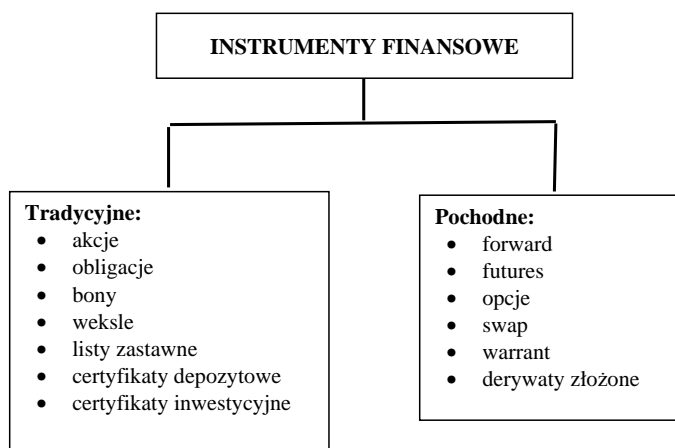
wartościowymi i funduszach powierniczych” [1] uchwaloną przez parlament Rzeczypospolitej Polskiej, a podpisaną przez ówczesnego prezydenta RP Lecha Wałęsę. Dzięki tej ustawie powstała Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, która obecnie odgrywa główną rolę na krajowym rynku papierów wartościowych.

Historycznie za pierwszą giełdę papierów wartościowych w Polsce uznaje się Warszawską Giełdę Kupiecką powstałą w 1817 roku w czasach Polskiego Królestwa. Przerwa w funkcjonowaniu rynku giełdowego w latach 1939–1991 spowodowana była wybuchem II wojny światowej, a następnie dostaniem się Polski w strefę wpływów Związku Radzieckiego, tj. państwa realizującego kolektywistyczną gospodarkę planową, w której giełda i rynki kapitałowe nie były brane pod uwagę [2]. W następnych latach giełda polska z roku na rok przyciągała coraz więcej emitentów i inwestorów. Emitentami były głównie spółki akcyjne sięgające po dodatkowe środki pieniężne niezbędne do realizacji przedsięwzięć inwestycyjnych (inwestycje rzeczowe). Z kolei po stronie inwestorów (chodzi tu o inwestycje finansowe, czyli w instrumenty rynku finansowego) znajdowały się w większości przypadków duże instytucje finansowe posiadające chwilowo wolne środki pieniężne.

Mechanizm działania rynku papierów wartościowych (pierwotnego i wtórnego) zapewnia efektywne wykorzystanie tych środków zarówno w skali krajowej, jak i międzynarodowej. Im więcej bowiem inwestycji rzeczowych zostanie zrealizowanych, tym szybciej gospodarka będzie się rozwijać. Warunkiem jednak jest sprawność funkcjonowania rynku i wysoka płynność papierów wartościowych. Tylko w takich warunkach inwestorzy (zarówno krajowi jak i zagraniczni) będą kupować akcje polskich przedsiębiorstw oraz obligacje różnych emitentów (korporacyjne, komunalne, bankowe, skarbowe).

**Instrumenty rynku finansowego.** Przedmiotem obrotu na rynkach finansowych są instrumenty finansowe. Instrument finansowy zgodnie z Ustawą o rachunkowości z dnia 29 września 1994 roku 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 zawartego między dwiema lub więcej stronami jednoznacznie wynikają skutki gospodarcze, bez względu na to, czy wykonanie praw lub zobowiązań wynikających z kontraktu ma charakter bezwarunkowy czy warunkowy* [3].

Instrumenty rynku finansowego z grubsza można podzielić na dwie grupy (rys. 1): tradycyjne (tzw. papiery wartościowe) i pochodne (tzw. derywaty). Jednak, zdaniem wielu specjalistów, do rozwoju gospodarczego przyczynia się głównie pierwsza grupa, druga zaś służy do zarządzania ryzykiem i gry spekulacyjnej.



Rys. 1. Podstawowe rodzaje instrumentów finansowych  
Źródło: opracowanie własne

Inny podział instrumentów finansowych uwzględnia termin zwrotu kapitału zainwestowanego w papiery wartościowe danej klasy [4]. Według tego kryterium instrumenty finansowe dzielimy na:

- instrumenty rynku pieniężnego – gdy termin zwrotu nie przekracza jednego roku;
- instrumenty rynku kapitałowego – gdy termin zwrotu jest powyżej jednego roku.

Instrumenty rynku pieniężnego cechuje stosunkowo wysoka płynność i niskie ryzyko. Natomiast instrumenty rynku kapitałowego cechują stosunkowo niska płynność i wysokie ryzyko, które wiąże się z możliwie wysoką stopą zwrotu jak również potencjalnie dużymi stratami dla inwestora.

Do instrumentów rynku pieniężnego należą między innymi: bony i noty skarbowe, bony pieniężne, bankowe i komercyjne. Natomiast wśród instrumentów rynku kapitałowego wymienić należy: akcje, obligacje skarbowe, bankowe i komunalne, certyfikaty inwestycyjne i depozytowe, listy zastawne (hipoteczne i publiczne).

Istnieje też wiele innych klasyfikacji uwzględniających rozmaite kryteria oraz pojawienie się na rynku finansowym coraz to nowszych form instrumentów, z których jedne na dobre pozostają w obrocie, inne zaś szybko znikają, gdyż nie cieszą się zbyt dużym zainteresowaniem wśród inwestorów rynku finansowego.

**System finansowy w Polsce.** System finansowy w Polsce tworzą cztery podstawowe grupy instytucji finansowych: instytucje kredytowe (bankowe), zakłady ubezpieczeń, fundusze inwestycyjne oraz fundusze emerytalne. Udział innych rodzajów instytucji jest znikomy. Potwierdza to rysunek 2, z którego wywnioskować można, że główną rolę w systemie nadal odgrywają instytucje kredytowe. Z kolei przyrost aktywów (rok/rocznie) podmiotów polskiego sektora finansowego na przestrzeni ostatnich 10 lat (w latach 2003–2012) pokazany jest w tabeli 1.

W Polsce, jak i w innych krajach, obrót instrumentami finansowymi może odbywać się w sektorze giełdowym rynku finansowego, bądź też w sektorze pozagiełdowym. Głównym operatorem rynku giełdowego w kraju jest Giełda Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie organizująca obrót papierami wartościowymi oraz innymi instrumentami finansowymi. Przykładowo, w listopadzie 2009 roku na GPW dokonywano obrotu następującymi instrumentami finansowymi [6]:

- akcjami spółek;
- obligacjami Skarbu Państwa;
- obligacjami przedsiębiorstw;
- prawami poboru spółek;
- prawami do nowych akcji spółek;
- certyfikatami inwestycyjnymi;
- kontraktami terminowymi;
- opcjami;
- jednostką indeksową MiniWIG20;
- produktami strukturyzowanymi.

Tabela 1

**Przyrost aktywów instytucji finansowych w Polsce w latach 2003–2012 (w %)**

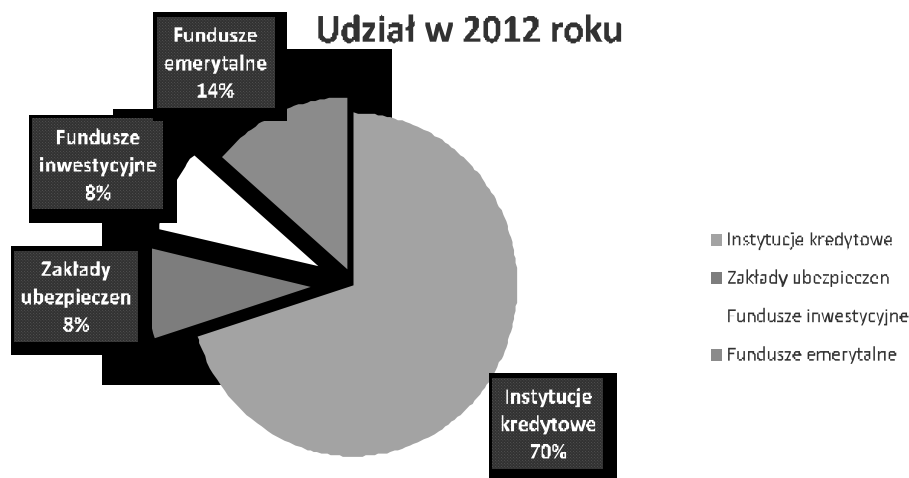
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Banki komercyjne	4,8	10,1	8,9	16,2	16,3	32,5	1,5	8,7	11,8	4,1
Banki spółdzielcze i zrzeszające						15,5	8,6	17,0	10,1	9,2
Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe	32,0	27,3	26,4	12,0	21,7	28,8	23,4	20,7	11,4	8,3
Zakłady ubezpieczeń	14,1	18,6	15,0	21,2	16,9	8,7	0,8	4,5	0,6	11,4
Fundusze inwestycyjne	45,6	13,0	63,8	61,0	34,9	-43,5	25,9	27,3	-3,3	28,5
Otwarte fundusze emerytalne	41,8	39,7	37,5	35,4	20,1	-1,2	29,1	23,9	1,5	20,0
Podmioty maklerskie	32,1	48,6	25,5	56,5	9,3	-27,1	15,1	-7,1	9,8	-10,9
<b>Ogółem</b>	<b>9,6</b>	<b>13,5</b>	<b>15,1</b>	<b>22,4</b>	<b>18,5</b>	<b>16,2</b>	<b>6,0</b>	<b>11,8</b>	<b>8,3</b>	<b>8,5</b>

Źródło: NBP, UKNF, *Analizy Online*, KSKOK.

W 2012 roku warszawska Giełda Papierów Wartościowych była operatorem [5]:

- Głównego Rynku GPW (giełdowy rynek regulowany), na którym były notowane: akcje, prawa do akcji (PDA), prawa poboru, certyfikaty inwestycyjne, tytuły uczestnictwa funduszy ETF (*exchange traded fund*), produkty strukturyzowane, walutowe kontrakty *futures* i instrumenty pochodne związane z rynkiem akcji (kontrakty terminowe na indeksy akcji i akcje spółek, opcje indeksowe oraz jednostki indeksowe WIG20), a także obligacje;
- rynku NewConnect (alternatywnego systemu obrotu, ASO), na którym notowano akcje, PDA i prawa poboru;

- detalicznych segmentów platformy obrotu dłużnymi instrumentami finansowymi Catalyst: rynku regulowanego oraz ASO, będącego zorganizowanym rynkiem nieregulowanym, na których notowane były obligacje skarbowe, komunalne, przedsiębiorstw i obligacje banków, w tym banków spółdzielczych, oraz listy zastawne.



*Rys. 2. Udział w rynku finansowym poszczególnych kategorii instytucji finansowych według wartości aktywów na koniec 2012 roku*  
*Źródło: opracowanie własne na podstawie [5]*

W tym samym okresie na Głównym Rynku GPW pojawiło się pięć nowych klas kontraktów terminowych na akcje oraz nowe rodzaje produktów strukturyzowanych.

Zgodnie z danymi GPW [7] łączna kapitalizacja obu prowadzonych przez nią rynków (Głównego Rynku GPW i NewConnect) na koniec 2012 roku wyniosła 745,1 mld zł (por. rok wcześniej 651,4 mld zł). Tak jak w poprzednich latach obrót akcjami w Polsce był skoncentrowany na Głównym Rynku GPW, na którym na koniec 2012 roku notowano akcje 438 spółek (o 12 więcej niż na koniec 2011 roku). Transakcje przeprowadzone na tym rynku stanowiły ponad 99% obrotów akcjami na krajowych rynkach zorganizowanych. Rynek NewConnect nadal rozwijał się dynamicznie. Na koniec grudnia notowano na nim akcje 429 spółek (o 78 więcej niż rok wcześniej).

W tym samym czasie zwiększyła również wielkość krajowego rynku obligacji skarbowych. W 2012 roku odnotowano na nim rekordowe zaangażowanie nierezydentów (36% na koniec roku) – w ujęciu rocznym zwiększyli oni zaangażowanie na tym rynku o 37 mld zł do 190 mld zł. Na koniec III kwartału 2013 roku wspomniane zaangażowanie wyniosło 201 mld zł (35%) [8]. Podobne tendencje – wzrost kapitalizacji giełd i zadłużenia z tytułu papierów dłużnych sektora publicznego – obserwowano w światowym systemie finansowym [9].

Jak widać z przytoczonych w tabeli 2 danych w 2012 roku nadal rosło znaczenie systemu finansowego w polskiej gospodarce, bowiem relacja aktywów krajowego systemu finansowego do PKB zwiększyła się o 4,7% w porównaniu z poprzednim rokiem. Jednak na tle krajów strefy euro w Polsce, podobnie jak w Czechach i na Węgrzech udział sektora finansowego w gospodarce krajowej jest zdecydowanie za niski. Na koniec analizowanego okresu aktywa instytucji tworzących polski sektor finansowy wyniosły 1 bln 961,9 mld zł (jest to o 8,5% więcej niż na koniec 2011 roku). Przyrost aktywów sektora finansowego w analizowanym okresie był spowodowany przede wszystkim wzrostem wartości aktywów sektora bankowego oraz otwartych funduszy emerytalnych. W Polsce, podobnie jak w innych krajach regionu, sektor bankowy nadal odgrywał główną rolę w systemach finansowych, przy czym polski system finansowy można uznać za najmniej zorientowany bankowo spośród systemów finansowych w Europie Środkowo-Wschodniej. W całym regionie widoczny był jednak niski w porównaniu z krajami strefy euro poziom rozwoju sektora bankowego. Polski sektor bankowy, podobnie jak sektory bankowe w innych krajach regionu, charakteryzował się marginalnym wykorzystaniem sekurytyzacji aktywów. Wynikało to z koncentrowania się banków krajowych na świadczeniu tradycyjnych usług bankowych, przede wszystkim przyjmowaniu depozytów podmiotów niefinansowych i udzielaniu im kredytów [5].

**Aktywa systemu finansowego w relacji do PKB w wybranych krajach Europy  
Środkowo-Wschodniej oraz w strefie euro w latach 2009–2012 (w %)**

Kraj/rok	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Polska</b>	75,9	78,6	85,0	96,5	103,1	110,3	111,2	117,7	118,3	123,0
<b>Czechy</b>	124,4	119,2	126,4	125,6	134,3	137,3	142,5	141,2	147,6	153,3
<b>Węgry</b>	93,0	100,0	114,7	128,5	140,9	153,5	168,6	165,3	149,4	136,4
<b>Strefa euro</b>	351,2	367,4	400,3	416,2	439,8	434,8	485,0	496,2	497,6	502,2

*Uwagi: dane dla strefy euro dotyczą 16 krajów w 2009 i 2010 r. oraz 17 krajów w 2011 i 2012 r. Dane nie są porównywalne z danymi zamieszczonymi w poprzednich edycjach opracowania ze względu na zmianę źródła danych, uwzględnienie w aktywach systemu finansowego aktywów funduszy rynku pieniężnego oraz korekty przesłane przez banki centralne.*

*Źródło: dla strefy euro ECB Statistical Data Warehouse oraz Eurostat; dla pozostałych krajów dane udostępnione przez narodowe banki centralne oraz GUS.*

**Polski rynek papierów wartościowych.** Rynek papierów wartościowych odgrywa niebagatelna rolę w rozwoju gospodarek narodowych. Zbadamy więc stan polskiego rynku papierów wartościowych w podziale na rynek pieniężny i kapitałowy.

Do podstawowych instrumentów rynku pieniężnego zalicza się:

- 1) bony skarbowe;
- 2) bony pieniężne;
- 3) krótkoterminowe bankowe papiery dłużne;
- 4) krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw.

**Wartość instrumentów polskiego rynku pieniężnego (w miliardach złotych)**

Instrumenty/rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*
Bony skarbowe	24,4	25,8	22,6	50,4	47,5	28,0	12,0	6,1	0,0
Bony pieniężne	23,0	18,4	7,8	10,2	41,0	74,6	93,4	117,0	116,4
Krótkoterminowe bankowe papiery dłużne	2,8	4,5	2,9	2,1	3,0	2,6	7,7	5,9	3,8
Krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw	5,6	6,3	10,6	11,6	6,2	11,7	15,9	18,5	15,9
<b>Ogółem</b>	<b>55,8</b>	<b>55,0</b>	<b>43,9</b>	<b>74,3</b>	<b>97,7</b>	<b>116,9</b>	<b>129,0</b>	<b>147,5</b>	<b>136,1</b>

\* Dane za trzy kwartały 2013 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie [10], data dostępu: 31.07.2014

W tabeli 3 przytoczone zostały dane statystyczne ze strony internetowej NBP o dynamice wartości instrumentów polskiego rynku pieniężnego na przestrzeni niespełna 9 lat. Ogólnie wartość ta z roku na rok sukcesywnie wzrastała. Aczkolwiek dynamika poszczególnych kategorii papierów wartościowych odbiega od ogólnej tendencji. Dotyczy to przede wszystkim bonów skarbowych, których wartość znacznie się wahała aby spaść do zera w 2012 roku. Po kryzysie finansowym z 2008 roku niemal załamał się rynek krótkoterminowych papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa. Większą stabilnością, zwłaszcza w ciągu ostatnich 5 lat cechował się rynek bonów pieniężnych, emitowanych przez instytucje finansowe. Omówmy więc dokładniej poszczególne kategorie instrumentów zaliczanych do rynku pieniężnego.

Bony skarbowe to krótkoterminowe papiery wartościowe emitowane przez rząd (a dokładniej – Narodowy Bank Polski na zlecenie rządu) w celu sfinansowania potrzeb budżetu państwa. Stanowią dogodny instrument krótkoterminowego kredytu służącego do finansowania narastającego w czasie długu publicznego. Terminy zapadalności bonów skarbowych wynoszą od 8 do 52 tygodni. Oprocentowanie bonu skarbowego ma charakter dyskontowy, co oznacza, że przychodem inwestora jest różnica pomiędzy ceną zakupu a wartością nominalną bonu. Nominał bonu wynosi 10 tysięcy złotych. Pierwszy raz zostały

one wyemitowane w Anglii w roku 1870 [11]. Dodatkową funkcją bonów skarbowych jest możliwość ich wykorzystania przez banki centralne do regulowania ilości pieniądza w obiegu. Bony skarbowe sprzedawane są na rynku pierwotnym w ramach systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych. Jest to rynek hurtowy, do którego dostęp mają instytucje wyłaniane każdego roku w drodze konkursu. Zasady funkcjonowania systemu określa corocznie opracowywany Regulamin pełnienia funkcji Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych. Głównym kryterium wyboru Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych jest aktywność na krajowym rynku skarbowych instrumentów dłużnych. Organizatorem przetargów bonów skarbowych jest Narodowy Bank Polski, który pełni również funkcję agenta emisji oraz prowadzi system depozytowo-rozrachunkowy dla tych papierów dłużnych [12].

Z kolei bony pieniężne emitowane najczęściej przez instytucje finansowe. Stanowią podstawową formę operacji otwartego rynku Narodowego Banku Polski. Operacje tego typu są sposobem kontrolowania przez bank centralny ilości pieniądza w gospodarce – gdy bank centralny emituje obligacje ściąga pieniądze z rynku, a zatem zmniejsza ilość pieniądza w gospodarce. Bank centralny może też zwiększyć ilość pieniądza w gospodarce poprzez skup bonów pieniężnych bądź obligacji. Bony pieniężne są instrumentem, za pośrednictwem którego bank centralny kontroluje też stopy procentowe. Wartość bonów pieniężnych oferowanych na przetargach zależy od prognozowanej skali nadpłynności w krajowym systemie bankowym. Wykorzystując ten instrument, bank centralny absorbuje nadmiar płynności i w ten sposób kształtuje oprocentowanie krótkoterminowych lokat międzybankowych na poziomie zbliżonym do stopy referencyjnej ustalonej przez Radę Polityki Pieniężnej [12].

Trzecia grupa obejmuje obligacje oraz bankowe papiery wartościowe (instrumenty emitowane na podstawie ustawy Prawo bankowe, nazywane także certyfikatami depozytowymi) z terminem zwrotu kapitału do jednego roku. Krótkoterminowe obligacje emitowane są na podstawie ustawy o obligacjach, natomiast krótkoterminowe bankowe papiery wartościowe emitowane są na podstawie Prawa bankowego. Oba rodzaje tych dłużnych papierów wartościowych mogą być emitowane w Polsce przez banki komercyjne i banki spółdzielcze. Emisja krótkoterminowych bankowych papierów wartościowych nie podlega przepisom ustawy o ofercie publicznej co oznacza, że banki nie muszą sporządzać prospektu emisyjnego ani uzyskiwać pozwolenia Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) na ich sprzedaż. Muszą jednak o tym fakcie Komisję poinformować. Tego rodzaju instrumenty są dla banków substytutem krótkoterminowych pożyczek. Krótkoterminowe obligacje bankowe oferowane klientom zazwyczaj na rynku nieregulowanym, w trybie oferty niepublicznej.

Emitentami czwartej grupy instrumentów rynku pieniężnego mogą być przedsiębiorstwa niefinansowe, pozostałe instytucje pośrednictwa finansowego oraz pomocnicze instytucje finansowe. Podobnie jak w poprzednim przypadku instrumenty te służą głównie do sfinansowania krótkoterminowego zapotrzebowania na kapitał. Mogą też być emitowane w celu zwiększenia płynności danej spółki-emitenta. Mają one dwie podstawowe zalety. Po pierwsze, spółka nie musi przechodzić całego procesu kredytowego, który towarzyszy zaciąganiu kredytu bankowego. Po drugie, liczba kredytodawców jest większa, a co za tym idzie, można zaciągnąć pożyczkę na znacznie wyższą kwotę, niż może zaproponować pojedynczy bank. Po stronie wad natomiast wymieniać należy dość długi okres oczekiwania na gotówkę, gdyż emisję można przeprowadzić jedynie za pośrednictwem wyspecjalizowanych w tych czynnościach instytucji (najczęściej banków lub biur maklerskich). Krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw są sprzedawane przeważnie z dyskontem, a w dniu wykupu inwestor otrzymuje pełną wartość nominalną (różnica między wartością nominalną a cena zakupu stanowi zysk inwestora). Tego rodzaju instrumenty zwykle emitują duże przedsiębiorstwa (korporacje), które mają wysoką wiarygodność kredytową. Wiąże się to z obawami inwestorów przed niewypłacalnością emitenta, którą częściej zagrożone są małe i średnie przedsiębiorstwa. Dlatego często stopa zwrotu z tych instrumentów jest wyższa od stopy zwrotu trzech poprzednich kategorii. Jak dotąd na polskim rynku największymi emitentami tego rodzaju instrumentów były spółki z branży telekomunikacyjnej, energetycznej, budowlanej oraz paliwowej.

Do podstawowych instrumentów polskiego rynku kapitałowego zalicza się:

- 1) obligacje rynkowe Skarbu Państwa;
- 2) obligacje Banku Gospodarstwa Krajowego (BGK) na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego (KFD);
- 3) długoterminowe papiery dłużne (DPD) przedsiębiorstw;

- 4) obligacje komunalne;
- 5) długoterminowe papiery dłużne (DPD) sektora bankowego;
- 6) listy zastawne;
- 7) instrumenty udziałowe – akcje.

Analiza danych zaprezentowanych w tabeli 4 pokazała, że mimo wyższego ryzyka, to rynek kapitałowy cieszy się większym zainteresowaniem wśród inwestorów, gdyż z roku na rok ponad 90 % wolnych środków pieniężnych inwestowanych jest akurat w instrumenty tego segmentu rynku finansowego. Powodem oczywiście jest możliwość uzyskania wyższej stopy zwrotu. Należy zaznaczyć, iż przytoczone dane dotyczące długoterminowych bankowych papierów dłużnych obejmują wyłącznie obligacje i bankowe papiery wartościowe nominowane w złotych i w walutach obcych, wyemitowane w Polsce przez banki krajowe. W obrocie na rynku krajowym znajdowały się także obligacje Europejskiego Banku Inwestycyjnego oraz instytucji kredytowych z Unii Europejskiej. Ponadto, dla instrumentów dłużnych wielkość poszczególnych segmentów rynku kapitałowego mierzona jest wartością tych instrumentów w obiegu, a dla instrumentów udziałowych – kapitalizacją spółek krajowych i zagranicznych notowanych na Głównym Rynku GPW oraz platformie NewConnect [10].

Tabela 4

**Wartość instrumentów polskiego rynku kapitałowego (w miliardach złotych)**

Instrumenty/rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*
Obligacje rynkowe Skarbu Państwa	278,4	317,0	350,9	360,8	405,4	471,3	495,2	520,0	570,4
Obligacje BGK na rzecz KFD	–	–	–	–	7,9	13,9	21,7	24,8	24,8
DPD przedsiębiorstw	8,9	9,8	15,8	16,0	15,5	21,6	29,7	32,3	33,8
Obligacje komunalne	3,3	3,8	4,1	4,5	6,9	10,9	14,4	15,6	16,6
DPD sektora bankowego	2,7	5,3	6,1	6,6	5,5	5,2	10,4	18,0	18,9
Listy zastawne	1,8	1,7	2,4	2,9	3,0	2,5	2,9	3,1	3,2
Obligacje NBP	7,8	7,8	7,8	7,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Akcje na GPW	424,9	635,9	1080,3	465,1	715,8	796,4	642,9	734,0	810,7
Akcje na New Connect	–	–	–	1,4	2,5	5,1	8,5	11,1	7,8
<b>Ogółem</b>	<b>727,8</b>	<b>981,3</b>	<b>1467,4</b>	<b>865,1</b>	<b>1162,5</b>	<b>1326,9</b>	<b>1225,7</b>	<b>1358,9</b>	<b>1486,2</b>

\* Dane za trzy kwartały 2013 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie [10], data dostępu: 31.07.2014 r.

Obligacje Skarbu Państwa – to długoterminowe oprocentowane papiery dłużne, emitowane przez ministerstwo finansów na zlecenie rządu. Środki uzyskiwane z ich emisji przeznaczane na sfinansowanie różnych wydatków publicznych – od ochrony zdrowia, przez budowę dróg i mostów, po oświatę oraz spłatę wcześniej zaciągniętych długów [13]. Skarb Państwa występuje w roli dłużnika oraz równocześnie gwaranta wykupu obligacji w dniu ich zapadalności oraz wypłacenia należnych obligatariuszom odsetek. Odpowiada za te zobowiązania całym majątkiem, dlatego obligacje skarbowe traktowane są przez inwestorów jako najbezpieczniejsza inwestycja i lokata kapitału. Każdy kraj postrzegany jest przez inwestorów przez pryzmat różnego bezpieczeństwa inwestycji, co przekłada się na ratingi krajów oraz prawdopodobieństwa wykupu obligacji bądź wypłaty od nich odsetek. Powoduje to, że różne kraje sprzedają swoje obligacje z różniącymi się wielkością kuponami. Za przykład można podać kraj uważany za dość bezpieczny do inwestowania środków jakim są np. Stany Zjednoczone, a jako kraj dość ryzykowny do inwestowania środków jakim jest np. Brazylia czy Argentyna. Z tego powodu kraje postrzegane przez inwestorów jako bardziej niebezpieczne kuszą inwestorów większymi odsetkami (kuponami) od swojego długu. Bazując na tym przykładzie roczne obligacje USA kwotowane są na poziomie 0,122% (poziom dyskonta), podczas gdy analogiczne roczne obligacje brazylijskie kwotowane są po ok. 10,61% na dzień 28 listopada 2013 roku [14]. Różnica jest prawie 87-krotna.

Drugą grupę tworzą obligacje emitowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego, który został utworzony w tym banku dnia 1 stycznia 2004. Krajowy Fundusz

Drogowy stanowi na chwilę obecną podstawowe źródło finansowania budowy dróg krajowych w Polsce. Zgodnie z ustawą z dnia 27 października 1994 r. o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym [15], pieniądze pozyskane podczas emisji obligacji na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego mają na celu [16]:

- o finansowanie budowy i przebudowy dróg krajowych realizowanych przez Generalnego Dyrektora Dróg Krajowych i Autostrad;
- o finansowanie budowy lub przebudowy drogowych obiektów inżynierskich i przepraw promowych oraz na zakup urządzeń do ważenia pojazdów;
- o finansowanie potrzeb związanych z gromadzeniem danych o drogach publicznych i sporządzaniem informacji o sieci dróg publicznych, poprawą bezpieczeństwa ruchu drogowego;
- o płatności na rzecz spółek z tytułu realizacji przez nie obowiązków wynikających z umowy o budowę i eksploatację albo wyłącznie eksploatację autostrady płatnej, w tym wynagrodzenie za dostępność autostrady, wypłaty z tytułu zdarzeń odszkodowawczych określonych w umowach ze spółkami;
- o finansowanie przygotowania, wdrożenia, budowy i eksploatacji systemu elektronicznego poboru opłat elektronicznych za przejazdy po drogach krajowych pojazdów samochodowych;
- o finansowanie kosztów usług doradczych związanych z budową i przebudową dróg krajowych, w tym autostrad;
- o finansowanie kosztów utworzenia drogowej spółki specjalnego przeznaczenia i finansowanie przedsięwzięć drogowych powierzonych do realizacji drogowej spółce specjalnego przeznaczenia.

Długoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw (tzw. obligacje korporacyjne) – to instrumenty podobne do obligacji skarbowych, emitowane jednak przez podmioty gospodarcze i traktowane jako substytut kredytu długoterminowego. Często służą do sfinansowania dużych i wieloletnich inwestycji rzeczowych. Obligacje korporacyjne zazwyczaj wyżej oprocentowane od obligacji państwowych lub bankowych, ponieważ uznaje się je za najbardziej ryzykowne spośród wszystkich papierów dłużnych. Przedsiębiorstwa bowiem bankrutują o wiele częściej niż państwa, samorzady terytorialne czy instytucje bankowe. Generalnie na rynku finansowym przestrzegana jest główna zasada: im wyższa wiarygodność kredytowa emitenta, tym niższa stopa oprocentowania obligacji. Dlatego wśród inwestorów cieszą się popularnością obligacje spółek o dobrej kondycji finansowej i wysokiej renomie. Inwestorzy aktywni szybciej wybiorą takie obligacje, niż obligacje skarbowe czy komunalne. Tak na przykład w 2012 roku około 50% obligacji zostało wyemitowanych przez spółki paliwowe i energetyczne. Tabela 5 przedstawia ogólną sytuację na polskim rynku DPD przedsiębiorstw (DPDP) za ostatnie 8 lat.

Tabela 5

**Wartość zadłużenia (w mld zł) przedsiębiorstw z tytułu emisji DPDP  
i liczba emitentów w latach 2005–2012**

Wskaźnik / rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Liczba emitentów ogółem / w tym nowych	82	80	92	97	116	ok. 100	ok. 180 / ok. 80	ok. 220 / >70
Wartość zadłużenia ogółem, w tym z tytułu emisji:	8,92	9,75	15,75	16,04	15,47	21,6	29,7	32,3
– w trybie oferty publicznej	0,45	0,26	0,16	0,09	0,04	b.d.	b.d.	b.d.
– w trybie oferty niepublicznej	8,47	9,49	15,59	15,95	15,44	b.d.	b.d.	b.d.
Wartość nowych emisji, w tym	2,24	2,59	7,96	2,79	2,35	9,4	13,2	12,9
– w trybie oferty publicznej	b.d.	b.d.	b.d.	0,09	0,2	0,7	1,0	0,7

Źródło: opracowano na podstawie danych NBP, Fitch Polska SA, KNF

Omawiając obligacje przedsiębiorstw nie sposób nie wspomnieć o obligacjach śmieciowych, które emitowane są przez przedsiębiorstwa z najniższym ratingiem. Oferują one o wiele wyższe stopy zwrotu. Inwestorzy kupujący te obligacje liczą na duży zysk, jednak liczą się też z sytuacją utraty swoich środków zainwestowanych w obligacje śmieciowe.

Obligacje komunalne (lub inaczej municypalne) – papiery wartościowe w randze długu publicznego, emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego w celu finansowania projektów inwestycyjnych



realizowanych w ramach zadań, do wypełniania których te jednostki zostały powołane [17]. Obligacje komunalne są atrakcyjnym instrumentem finansowym dla inwestorów – ponieważ ich emitent jest godny zaufania, a rentowność jest wyższa niż obligacji Skarbu Państwa. Ponadto odsetki od tych obligacji zwolnione z podatku od dochodów kapitałowych. Dlatego są one atrakcyjnym instrumentem zarówno dla inwestorów, jak i dla całej gospodarki, służą bowiem do pozyskania kapitału na realizację tak ważnych społecznie inwestycji jak wodociągi, oczyszczalnie ścieków czy też drogi inne niż krajowe. Zgodnie z ustawą o finansach publicznych jednostki samorządu terytorialnego mogą emitować papiery wartościowe celem [18]:

- o pokrycia występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu jednostki samorządu terytorialnego;
- o sfinansowania planowanego deficytu budżetu jednostki samorządu terytorialnego;
- o spłaty wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów;
- o wyprzedzającego sfinansowania działań finansowanych ze środków pochodzących z budżetu Unii Europejskiej.

Obligacje komunalne emitowane są najczęściej z pierwotnym terminem wykupu od 3 do 8 lat. Organizatorami emisji są najczęściej dwa banki: PKO BP i Pekao SA. W Polsce jest kilkanaście samorządów terytorialnych emitujących obligacje komunalne, a największym z nich jest miasto stołeczne Warszawa. Wtórny obrót obligacjami municypalnymi odbywa się w na giełdowym rynku Catalyst zorganizowanym i prowadzonym przez GPW w Warszawie. W chwili obecnej fundusze unijne na rozwój infrastruktury poszczególnych regionów wyparły jednak w znacznym stopniu obligacje komunalne.

Z kolei długoterminowe bankowe papiery dłużne emitowane są przez banki krajowe i zagraniczne działające w Polsce. Zazwyczaj mają one oprocentowanie zmienne i wystawiane na okres powyżej pięciu lat. Za zgodą Komisji Nadzoru Finansowego mogą stać się częścią funduszy własnych banku pod warunkiem spełnienia dodatkowych wymagań artykułu 127 z Prawa Bankowego.

Listy zastawne, zgodnie z obowiązującymi regulacjami [19], mogą emitować banki hipoteczne w celu refinansowania udzielonych uprzednio kredytów hipotecznych. Od 23 lutego 2011 roku listy zastawne mogą być emitowane również przez Bank Gospodarstwa Krajowego, w celu wspierania rozwoju budownictwa mieszkaniowego, zwłaszcza lokali mieszkalnych na wynajem. Listy zastawne oparte na nieruchomościach nazywane są listami hipotecznymi i cechuje ich dość wysoki poziom bezpieczeństwa, ze względu na to, że udzielone kredyty są zabezpieczone hipoteką na nieruchomościach. Jednak wartość refinansowania w drodze emisji listów hipotecznych nie może przekroczyć 60% bankowo-hipotecznej wartości tej nieruchomości, a łączna nominalna wartość listów zastawnych znajdujących się w obrocie nie może przekroczyć 40-krotności funduszy własnych banku. Istnieją również w obrocie publiczne listy zastawne, podstawą emisji których są wierzytelności banku hipotecznego z tytułu kredytów dla sektora publicznego. W Polsce banki hipoteczne koncentrują działalność kredytową na finansowaniu rynku nieruchomości komercyjnych, co wpływa na rodzaj emitowanych listów zastawnych [12].

Akcje w Polsce notowane zarówno na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie jak i na rynku New Connect. W odróżnieniu od papierów dłużnych są instrumentami uprawniającymi do pewnej części majątku spółki akcyjnej (są to tzw. papiery udziałowe) i emitowane bezterminowo. Spółka może emitować zarówno akcje zwykłe jak i uprzywilejowane, jednak tylko te pierwsze dopuszczone do publicznego obrotu. Na akcje nie są wypłacane kupony, a dochodem ich posiadacza może być wypłacona dywidenda oraz ewentualny wzrost wartości rynkowej samej akcji. Akcje uważane są za instrument mogący przynieść duże zyski inwestorowi, jak również i duże straty. Sprawdza się więc i tu główna zasada rynku finansowego – im większe ryzyko, tym większe potencjalne zyski lub straty. Z punktu widzenia gospodarki krajowej, to akcje tworzą podstawowe źródło finansowania działalności gospodarczej, które przekłada się na rozwój gospodarczy kraju.

Podsumowując analizę raportów Narodowego Banku Polski zaznaczyć należy, iż wartość sumaryczną tradycyjnych instrumentów (bez instrumentów pochodnych) na rynku finansowym w Polsce w ciągu ostatnich ośmiu lat (od roku 2005 do roku 2012) wzrosła ponad dwukrotnie.

Istotną kategorią instrumentów finansowych są jednostki uczestnictwa, certyfikaty inwestycyjne, weksle, akcepty bankowe oraz czek. Instrumenty te nie zostaną przedstawione w niniejszym opracowaniu,

gdź są znacznie mniej popularne wśród inwestorów. Obecnie na rynku finansowym coraz większym zainteresowaniem cieszą się też instrumenty pochodne (derywaty) oraz instrumenty hybrydowe. Instrumenty hybrydowe są to instrumenty, które łączą w sobie przynajmniej dwie cechy z powyższych rodzajów instrumentów finansowych. Przykładem instrumentów hybrydowych mogą być obligacje z wbudowanymi opcjami (np. obligacje zamienne na akcje) bądź też lokaty strukturyzowane.

**Podsumowanie i wnioski.** Z punktu widzenia gospodarki narodowej, dobrze prosperujący rynek finansowy oznacza duże możliwości dla gospodarki i jej stabilny rozwój. Związane to jest z tym faktem, że podmioty gospodarcze za pośrednictwem tego rynku mają szansę na uzyskanie pieniędzy na swoje inwestycje. Jest to więc swoisty substytut kredytu. Zwiększony dopływ pieniędzy oznacza też zwiększenie produkcji, tworzenie miejsc pracy, zwiększenie dochodów gospodarstw domowych (i większe wpływy do budżetu z tytułu podatku dochodowego), większe wydatki konsumpcyjne i większe wpływy do budżetu z tytułu podatków pośrednich stymulujących wzrost wydatków budżetowych, a co za tym idzie, zwiększenie produkcji. W ten sposób rozwija się spirala rozwoju gospodarczego.

Zatem wysoko rozwinięty rynek papierów wartościowych, jak i cały rynek finansowy, jest jednym z najważniejszych atrybutów rozwiniętego gospodarczo państwa. Wynika to przede wszystkim z funkcji, jaką rynek ten spełnia w gospodarce krajowej (i nie tylko). Rynek papierów wartościowych gwarantuje efektywność mobilizacji kapitału i jego alokację, gdyż zapewnia niższą cenę kapitału i jego większą ilość dla przedsiębiorców ocenianych lepiej przez rynek. Po części przyczynia się to do wdrażania innowacji i nowych technologii oraz podnoszenia efektywności przedsiębiorstw. Alokaacja kapitału powoduje transparentność obrotu gospodarczego, natomiast sprawnie działający rynek gospodarczy weryfikuje wycenę spółek, których akcje są na nim notowane.

Warto dodać, że za pośrednictwem rynku finansowego odbywa się prywatyzacja spółek byłych przedsiębiorstw państwowych, co z jednej strony powoduje wzrost ich innowacyjności i elastyczniejszego podejścia do zmian, a z drugiej strony powoduje napływ gotówki do skarbu państwa. Dodatkowo dobrze działający rynek kapitałowy sprzyja procesom restrukturyzacji przedsiębiorstw.

Istotną cechą rynku finansowego jest fakt, że nie posiada on żadnych granic administracyjnych w przeciwieństwie do gospodarki realnej. Można tylko powiedzieć, że teoretycznie składa się on z rynków finansowych poszczególnych krajów, ale są one ze sobą silnie zintegrowane i współzależne, przez co przepływ informacji jest prawie natychmiastowy. W związku z powyższym rynek finansowy zyskał charakter rynku globalnego.

1. Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych.
2. Milo W., *Finansowe Rynki Kapitałowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2000.
3. Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości, Ministerstwo Finansów, 1994.
4. Rose P.S., *Zarządzanie bankiem komercyjnym, tom 1*, Związek Banków Polskich, Warszawa 1997.
5. *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2012 r., opracowanie pod redakcją P. Sobolewskiego, D. Tymoczko, NBP, Warszawa, 2014.*
6. Jajuga K., *Rynek wtórny papierów wartościowych*, KNF, Warszawa 2009.
7. *Giełda Papierów wartościowych w Warszawie*, [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl).
8. *rozwój2012komunikat.pdf*, <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/rozwój.html>.
9. *Financial globalization: retreat or reset? Global Capital Markets 2013*, New York 2013, McKinsey Global Institute.
10. <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/rozwój.html>.
11. Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki.*, WN PWN, Warszawa 2010.
12. *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 r., opracowanie pod redakcją P. Sobolewskiego, D. Tymoczko, NBP, Warszawa, 2013.*
13. <http://www.obligacjeskarbowe.pl/index.php?id=cotosa&samSession=68a70c62fba29b19b6b7be6cbb569475>.
14. <http://www.cnbc.com/id/15839203>.
15. Ustawa z dnia 27 października 1994 r. o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym, 1994.
16. <http://www.bgk.com.pl/krajowy-fundusz-drogowy-kfd>.
17. Kozuń-Cieślak G., *Obligacje komunalne. Instrument dłużny dla jednostek samorządu terytorialnego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, 2008.
18. Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, Ministerstwo Finansów, 2009.
19. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych, Ministerstwo Sprawiedliwości, 1997.