Sławomir Antkiewicz

# Uwarunkowania rozwoju instrumentów rynku kapitałowego i pieniężnego

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego

# Uwarunkowania rozwoju instrumentów rynku kapitałowego i pieniężnego

Sławomir Antkiewicz

# Uwarunkowania rozwoju instrumentów rynku kapitałowego i pieniężnego

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego
Gdańsk 2021

Recenzent
prof. dr hab. Anna Szelągowska

Redaktor Wydawnictwa
Katarzyna Ambroziak

Projekt okładki i stron tytułowych
Filip Sendal

Skład i łamanie
Urszula Jędryczka

Publikacja sfinansowana z funduszu Prorektora
ds. Badań Naukowych Uniwersytetu Gdańskiego w ramach
Programu Publikacyjnego Uniwersytetu Gdańskiego oraz ze środków
Wydziału Ekonomicznego Uniwersytetu Gdańskiego

© Copyright by Uniwersytet Gdański
Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego

ISBN 978-83-8206-368-4

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot
tel.: 58 523 11 37; 725 991 206
e-mail: wydawnictwo@ug.edu.pl
www.wyd.ug.edu.pl

Księgarnia internetowa: www.kiw.ug.edu.pl

Druk i oprawa
Zakład Poligrafii Uniwersytetu Gdańskiego
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot
tel. 58 523 14 49

# Spis treści

**Wstęp** . . . . . 9

**1. Istota instrumentów finansowych rynku kapitałowego i pieniężnego** . . . . . 14
1.1. Definicja instrumentów finansowych . . . . . 14
1.2. Rodzaje instrumentów finansowych . . . . . 16
1.3. Podaż i popyt na rynku instrumentów finansowych . . . . . 18
1.4. Organizacja rynku instrumentów finansowych . . . . . 20
1.4.1. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie . . . . . 20
1.4.2. Rynek Catalyst . . . . . 22
1.4.3. Inne instytucje związane z rynkiem instrumentów finansowych . . . . . 23
1.5. Podstawy prawne polskiego rynku instrumentów finansowych . . 24

**2. Akcja jako bazowy instrument udziałowy rynku kapitałowego** . . . 27
2.1. Charakterystyka akcji . . . . . 27
2.2. Prawa związane z posiadaniem akcji . . . . . 28
2.3. Uwarunkowania wypłat dywidend . . . . . 30
2.4. Uwarunkowania wykupu własnych akcji oraz dywidendy pod postacią akcji . . . . . 37
2.5. Perspektywy rozwoju polskiego rynku akcji . . . . . 38

**3. Podstawowe instrumenty wierzycielskie rynku kapitałowego** . . . . 41
3.1. Obligacje skarbowe . . . . . 41
3.1.1. Charakterystyka detalicznych obligacji skarbowych . . . . 42
3.1.2. Przetargi obligacji . . . . . 44
3.2. Obligacje przedsiębiorstw i banków . . . . . 48
3.2.1. Wprowadzenie instrumentów i rozwój rynku . . . . . 48
3.2.2. Uwarunkowania rozwoju publicznego rynku obligacji przedsiębiorstw . . . . . 53
3.2.3. Perspektywy rozwoju obligacji przedsiębiorstw i banków . . 57

3.3. Obligacje samorządowe . . . . . 59
3.3.1. Koncepcja obligacji samorządowych . . . . . 59
3.3.2. Procesy emisyjne obligacji samorządowych . . . . . 62
3.3.3. Wprowadzenie instrumentu na polski rynek . . . . . 64
3.3.4. Uwarunkowania rozwoju publicznego rynku obligacji samorządowych . . . . . 68
3.3.5. Perspektywy rozwoju obligacji samorządowych . . . . . 69
3.4. Obligacje społeczne i przychodowe . . . . . 73
3.4.1. Istota obligacji społecznych . . . . . 74
3.4.2. Koncepcja wykorzystania formuły obligacji przychodowych w emisji obligacji społecznych . . . . . 75
3.4.3. Charakterystyka samorządowych obligacji przychodowych . . . . . 76
3.4.4. Emisje obligacji przychodowych w Polsce . . . . . 77
3.4.5. Partnerstwo innowacyjne jako tryb wyboru dostarczycieli finansowania niezbędnego dla realizacji zadania społecznego . . . . . 85
3.4.6. Perspektywy rozwoju obligacji społecznych . . . . . 87

**4. Podstawowe instrumenty wierzycielskie rynku pieniężnego** . . . . . 89
4.1. Krótkoterminowe papiery dłużne . . . . . 89
4.1.1. Koncepcja krótkoterminowych papierów dłużnych . . . . 89
4.1.2. Agenci emisji papierów komercyjnych . . . . . 92
4.1.3. Perspektywy rozwoju rynku papierów komercyjnych . . . 97
4.2. Inne instrumenty rynku pieniężnego . . . . . 98
4.2.1. Bony skarbowe . . . . . 98
4.2.2. Bony pieniężne . . . . . 101
4.2.3. Certyfikaty depozytowe . . . . . 105
4.2.4. Depozyty międzybankowe . . . . . 107

**5. Giełdowe pochodne instrumenty finansowe** . . . . . 111
5.1. Istota pochodnych instrumentów finansowych . . . . . 111
5.2. Kontrakty terminowe na indeks WIG20 . . . . . 112
5.3. Pozostałe kontrakty terminowe na indeksy . . . . . 114
5.4. Kontrakty terminowe na akcje pojedynczych spółek . . . . . 115
5.5. Opcje na indeks WIG20 i kontrakty terminowe walutowe . . . . 116
5.6. Uwarunkowania rozwoju giełdowego rynku instrumentów pochodnych . . . . . 118
5.7. Perspektywy rozwoju rynku . . . . . 120

**6. Fundusze inwestycyjne jako inwestor zbiorowy w instrumenty rynku kapitałowego i pieniężnego** . . . . . 124
6.1. Geneza rynku funduszy inwestycyjnych . . . . . 124
6.2. Ewolucja w zakresie dystrybucji funduszy inwestycyjnych . . . . 125
6.3. Aktywa funduszy w 2021 r. . . . . 126
6.4. Uwarunkowania rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych . . . . 129
6.5. Perspektywy rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych . . . . . 132

**7. Podatkowe uwarunkowania rozwoju instrumentów rynku pieniężnego i kapitałowego** . . . . . 140
7.1. Zasady opodatkowania dochodów z instrumentów finansowych Polsce . . . . . 140
7.2. Zapowiedzi zmiany opodatkowania dochodów z instrumentów finansowych . . . . . 141
7.3. Antypodatkowe produkty wykorzystywane przed wprowadzeniem podatku giełdowego . . . . . 142
7.4. Antypodatkowe produkty dostępne w Polsce – stan na dzień 31.12.2021 r. . . . . 146
7.5. Perspektywy opodatkowania dochodów z instrumentów finansowych . . . . . 148

**Zakończenie** . . . . . 153

**Bibliografia** . . . . . 155

**Akty normatywne** . . . . . 163

**Spis tabel** . . . . . 165

# Wstęp

Na rynku finansowym wciąż rozwijają się instrumenty finansowe, zarówno bazowe, jak i pochodne. Ich badania mają istotne znaczenie dla rozwoju dyscypliny ekonomia i finanse. Na początku pierwszej dekady nowego tysiąclecia polski rynek instrumentów finansowych rynku kapitałowego i pieniężnego składał się przede wszystkim z akcji i obligacji skarbowych. Nieliczne instrumenty pozaskarbowe notowane były głównie na rynku niepublicznym. Tymczasem w 2021 r. w Polsce, oprócz stosunkowo dobrze rozwiniętego rynku akcji i instrumentów skarbowych, funkcjonował szeroki rynek walorów pozaskarbowych, często notowanych na publicznym rynku Catalyst. Ponadto rozwinięty był rynek pochodnych instrumentów finansowych.

Znaczenia nabrały przede wszystkim pozaskarbowe instrumenty finansowe zarówno dostępne na rynku niepublicznym, jak i notowane na rynku Catalyst. Emitowane były nie tylko przez spółki akcyjne zajmujące się produkcją i usługami, ale również przez banki, samorządy terytorialne, banki komercyjne czy bank centralny. Innowacyjni emitenci dokonywali także modyfikacji konstrukcji instrumentów, uzależniając wypłatę wynagrodzenia za korzystanie z kapitału od osiągnięcia określonych efektów społecznych. Rozwojowi rynku instrumentów finansowych sprzyjało zainteresowanie tymi walorami przez fundusze inwestycyjne, które lokowały środki w akcje, obligacje i instrumenty rynku pieniężnego. Istotne znaczenie dla rozwoju instrumentów finansowych miały zmiany opodatkowania dochodów z kapitałów pieniężnych, szczególnie te proponowane w Strategii na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju, jak i te zapowiadane w ramach „Polskiego Ładu”.

Konstrukcja emisji walorów była bowiem często modyfikowana w taki sposób, aby efektywniej wykorzystać obowiązujące ustawodawstwo, w tym również niedoskonałości systemu podatkowego.

Konsekwencją powyższych obserwacji jest niniejsza monografia naukowa, w której przebadano wszystkie zasygnalizowane wyżej instrumenty rynku kapitałowego i pieniężnego. Problem badawczy stanowi analiza genezy i stanu rozwoju polskiego rynku tych walorów, a także perspektyw rozwoju wszystkich omawianych instrumentów dostępnych lub dopiero wprowadzanych na krajowy rynek finansowy. Podczas przygotowania monografii wykorzystano różne statystyki, przeprowadzono też badania własne. Istotny nacisk położono również na przedstawienie ewolucji regulacji dotyczących opodatkowania dochodów z inwestycji w instrumenty finansowe.

Wybór tematu monografii autor chciałby uzasadnić niewielką liczbą badań naukowych w zakresie uwarunkowań rozwoju instrumentów rynku kapitałowego i pieniężnego na polskim rynku wydawniczym. Nieliczne badania dotyczą przede najbardziej popularnych walorów rynku kapitałowego: akcji i obligacji skarbowych. Rzadko prowadzone są badania pozaskarbowych instrumentów finansowych, a jeśli są już podejmowane, to dotyczą jednego rodzaju instrumentu, np. wyłącznie obligacji samorządowych. Ponadto, skoro dekada 2010–2020 była okresem dynamicznego rozwoju instrumentów finansowych, a w październiku 2021 r. większość indeksów Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie pobiła swoje rekordy wszech czasów, to warto podjąć jedną z pierwszych prób kompleksowego zbadania tego rynku.

Autor postawił sobie następujące cele badawcze. Po pierwsze, zbadanie uwarunkowań pojawienia się instrumentów rynku kapitałowego i pieniężnego na krajowym rynku finansowym, ze szczególnym uwzględnieniem walorów mało jeszcze w Polsce rozpowszechnionych. Po drugie, krytyczna analiza istniejących niedoskonałości regulacyjnych (w tym podatkowych) na rynku. Po trzecie, nakreślenie perspektyw rozwoju poszczególnych rodzajów instrumentów.

Główną hipotezę badawczą monografii stanowi konstatacja, że zasadniczą barierą rozwoju pozaskarbowych instrumentów finansowych była i nadal jest konkurencja ze strony dobrze rozwiniętego rynku akcji

i obligacji skarbowych. Jednak w przyszłości walory pozaskarbowe mogą odgrywać bardzo istotną rolę jako elementy polskiego systemu finansowego. Niniejsza monografia ma też za zadanie obronę trzech hipotez pomocniczych. Pierwsza hipoteza stanowi próbę udowodnienia, że na polskim rynku istnieje wiele innowacyjnych instrumentów finansowych, a rynek tych podmiotów jest już względnie dobrze rozwinięty. Drugą hipotezą jest stwierdzenie, że pozaskarbowe instrumenty finansowe stanowią bardziej złożone, w porównaniu z akcjami i obligacjami skarbowymi, narzędzie pozyskiwania nowych środków dla emitentów, a także lokowania funduszy dla inwestorów. Trzecia hipoteza to próba wykazania, że regulacje podatkowe w Polsce nie są jeszcze w pełni dostosowane do potrzeb emitentów i inwestorów.

Monografia składa się z siedmiu rozdziałów. Rozdział pierwszy ma charakter teoretyczny – pokazuje istotę instrumentów finansowych i ich miejsce na rynku. Przedstawia pojęcie i klasyfikację instrumentów finansowych. Ukazuje też infrastrukturę organizacyjną i prawną polskiego rynku instrumentów finansowych.

Rozdział drugi koncentruje się na badaniu rynku akcji. W pierwszej kolejności przedstawiono tu istotę i rodzaje akcji. Następnie omówiono uprawnienia akcjonariusza oraz politykę dywidend realizowaną przez spółki akcyjne. W końcowej części rozdziału analizie poddano uwarunkowania rozwoju i perspektywy rynku akcji.

Trzeci rozdział monografii jest badaniem bazowych instrumentów dłużnych rynku kapitałowego. Jako pierwsze zostały zbadane obligacje skarbowe, zarówno te oferowane klientom detalicznym, jak i walory hurtowe dostępne na przetargach. W drugiej kolejności zbadano obligacje emitowane przez przedsiębiorstwa oraz banki, od ich pojawienia się, poprzez analizę stanu obecnego rozwoju, aż do prognoz rynku. Szczególną uwagę zwrócono na obligacje notowane w 2021 r. na rynku publicznym. Jako trzecie analizie poddano obligacje emitowane przez samorządy terytorialne od momentu pojawienia się ich w Polsce, poprzez uwarunkowania rozwoju rynku publicznego, do nakreślenia perspektyw rozwoju. Czwarty element badania stanowią obligacje społeczne i przychodowe. Na polskim rynku pojawiły się już pierwsze próby pilotażowych

emisji walorów społecznych, zaś rynek walorów przychodowych obejmuje dopiero kilka zrealizowanych emisji.

Czwarty rozdział monografii jest badaniem bazowych instrumentów dłużnych rynku pieniężnego. Jako pierwsze analizie poddano krótkoterminowe papiery dłużne, kładąc istotny nacisk na agentów organizujących emisje papierów komercyjnych oraz na perspektywy rozwoju tych instrumentów. W drugiej kolejności zbadano uwarunkowania rozwoju bonów skarbowych, a w trzeciej – omówiono bony pieniężne emitowane przez Narodowy Bank Polski. Następnie przedstawiono rynek certyfikatów depozytowych oferowanych przez banki komercyjne. Rozdział ten zamyka badanie depozytów międzybankowych, szczególnie w kontekście trzech obniżek stóp procentowych w 2020 r. i pierwszej podwyżki z października 2021 r.

W piątym rozdziale prześledzono pochodne instrumenty rynku kapitałowego i pieniężnego. W szczególności analizie poddano kontrakty terminowe na indeksy akcji. W grupie tej największy nacisk położono na kontrakty futures na WIG20. W dalszej kolejności zbadano kontrakty terminowe na akcje pojedynczych spółek, opcje na indeks WIG20 oraz walutowe kontrakty terminowe. Rozdział piąty wieńczą analiza uwarunkowań rozwoju pochodnych instrumentów finansowych oraz nakreślenie ich perspektyw.

Szósty rozdział jest przedstawieniem zbiorowych inwestorów w instrumenty rynku kapitałowego i pieniężnego, jakimi są fundusze inwestycyjne. W tej części zaprezentowano poszczególne etapy rozwoju rynku, zmiany w procesie dystrybucji jednostek uczestnictwa, a także stan aktywów funduszy w 2021 r. Rozdział ten kończy analiza uwarunkowań rozwoju funduszy inwestycyjnych oraz nakreślenie prognoz.

Ostatni, siódmy rozdział jest badaniem uwarunkowań podatkowych determinujących rozwój instrumentów rynku kapitałowego i pieniężnego. Analizie poddano wcześniej obowiązujące rozwiązania prawne, instrumenty służące omijaniu obciążeń podatkowych dostępne na rynku w 2021 r. oraz zapowiadane zmiany opodatkowania dochodów z instrumentów finansowych.

W monografii wykorzystano następujące metody badawcze: metodę statystyczną, metodę dokumentacyjną i metodę obserwacji faktów.

Opierano się na polskiej i angielskiej literaturze z zakresu rynków instrumentów finansowych. Obok opracowań zwartych istotną pozycję w bibliografii zajmują artykuły z czasopism oraz źródła internetowe. W pracy wykorzystano również materiały empiryczne w postaci statystyk publikowanych przez agencje ratingowe.

Rozdział 1

# Istota instrumentów finansowych rynku kapitałowego i pieniężnego

## 1.1. Definicja instrumentów finansowych

W skład systemu finansowego wchodzą instrumenty finansowe, rynki finansowe, instytucje finansowe oraz regulacje prawne. Kluczowym elementem systemu są zatem instrumenty finansowe. Instrument finansowy to zobowiązanie finansowe, czyli roszczenie dotyczące majątku jednych podmiotów gospodarujących w stosunku do innych. Dla emitentów instrumenty te są zobowiązaniami (pasywami), a dla inwestorów – składnikami majątku (aktywami). Instrumenty finansowe są zobowiązaniami, że udostępnione środki pieniężne zostaną zwrócone w przyszłości wraz z odsetkami lub dywidendami.

Analizując prawną definicję instrumentów finansowych, należy przywołać art. 2 ust. 1 pkt 1 i 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jedn.: Dz. U. z 2021 r., poz. 328). Przepis ten określa: „Instrumentami finansowymi są papiery wartościowe oraz niebędące papierami wartościowymi tytuły uczestnictwa w instytucjach zbiorowego inwestowania, instrumenty rynku pieniężnego; opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward na stopę procentową, inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest papier wartościowy, waluta, stopa procentowa, wskaźnik rentowności, uprawnienie do emisji lub inny instrument pochodny, indeks finansowy lub wskaźnik finansowy; opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward na stopę procentową oraz inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest towar i które są wykonywane przez

rozliczenie pieniężne lub mogą być wykonane przez rozliczenie pieniężne według wyboru jednej ze stron (…); opcje, kontrakty terminowe, swapy oraz inne instrumenty pochodne; niedopuszczone do obrotu w systemie obrotu instrumentami finansowymi opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward oraz inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest towar i które mogą być wykonane przez dostawę, a które nie są przeznaczone do celów handlowych i wykazują właściwości innych pochodnych instrumentów finansowych (…); instrumenty pochodne dotyczące przenoszenia ryzyka kredytowego; kontrakty na różnicę; opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward dotyczące stóp procentowych oraz inne instrumenty pochodne odnoszące się do zmian klimatycznych, stawek frachtowych oraz stawek inflacji lub innych oficjalnych danych statystycznych, które są wykonywane przez rozliczenie pieniężne albo mogą być wykonane przez rozliczenie pieniężne według wyboru jednej ze stron (…); uprawnienia do emisji".

Instrumenty finansowe są zatem kontraktami związanymi z pozyskaniem środków finansowych i zabezpieczeniem przed ryzykiem finansowym, których przedmiotem są środki pieniężne. Większość instrumentów finansowych jest jednocześnie papierami wartościowymi, czyli dokumentami, z którymi związane jest określone prawo majątkowe, zaś realizacja tego prawa może nastąpić przez okazanie lub wydanie takiego dokumentu[1]. W Polsce, w odróżnieniu od niektórych innych państw, o tym, czy dany dokument będzie papierem wartościowym, decyduje wola ustawodawcy, co oznacza, że obowiązuje zasada tzw. zamkniętej listy papierów wartościowych. Istnieją zatem pewne grupy instrumentów finansowych, które nie są papierami wartościowymi, mimo że ich ekonomiczne wykorzystanie jest do nich podobne (np. niektóre instrumenty pochodne).

---

[1] Art. $921^6$ ustawy z dnia 23 kwietnia1964 r. – Kodeks cywilny (tekst jedn.: Dz. U. z 2020 r., poz. 1740 ze zm.).

## 1.2. Rodzaje instrumentów finansowych

Instrumenty finansowe można podzielić z punktu widzenia rodzaju stosunku ekonomicznego, jaki wytwarza się pomiędzy emitentem waloru a jego nabywcą. Jeżeli emitent oferuje w postaci instrumentu finansowego prawo do bezterminowego udziału w swoim majątku, mamy do czynienia z instrumentami o charakterze właścicielskim (własnościowym). Jeżeli zaś emitent jedynie wypożycza środki pieniężne, a więc powstaje stosunek ekonomiczny, w ramach którego zakłada się zwrot wypożyczonych środków, mamy do czynienia z instrumentami dłużnymi (wierzycielskimi).

Instrumenty finansowe można również sklasyfikować z punktu widzenia terminu zapadalności (terminu wykupu). Jeżeli emitent wykupuje instrument przed upływem jednego roku, wówczas mówimy o instrumencie rynku pieniężnego, jeśli zaś wykup następuje w terminie dłuższym (lub wcale nie następuje, jak w przypadku akcji), wówczas mamy do czynienia z instrumentem rynku kapitałowego[2].

Kupując określony instrument finansowy, inwestorzy wspierają finansowo emitentów (np. przedsiębiorców, rząd lub jednostki). Może się to odbywać bezpośrednio lub w sposób pośredni, zatem rynek instrumentów finansowych dzieli się na pierwotny i wtórny. Rynek pierwotny jest tym segmentem rynku, gdzie dokonuje się sprzedaży instrumentów nowo wyemitowanych przez uprawnione podmioty, zamierzające powiększyć swoje zasoby finansowe. Następnie te walory mogą być przedmiotem handlu na rynku wtórnym. Obrót następuje wówczas tylko pomiędzy samymi inwestorami, z czego wynika, że emitent nie jest zasilany przez środki finansowe. Rynek wtórny stanowi główną domenę działania giełdy.

Rozróżnia się dwa rodzaje emisji: publiczną i niepubliczną. Podstawowym kryterium rozróżniającym jest liczba osób, do których jest kierowane proponowanie nabycia papierów wartościowych. Oferta publiczna występuje wówczas, gdy następuje udostępnienie co najmniej

---

[2] I. Jędrzejczyk, S. Kozak, *Rynek finansowy* [w:] *Finanse: instytucje, instrumenty, podmioty, rynki, regulacje*, red. M. Podstawka, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2017, s. 567.

150 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach ich zakupu[3]. Emisje na rynku pierwotnym mogą być dokonywane wielokrotnie przez tych samych emitentów. Proponowanie po raz pierwszy przez emitenta zakupu papieru wartościowego wprowadzanego do publicznego obrotu określa się mianem pierwszej oferty publicznej (*initial public offering*, IPO).

Wśród instrumentów finansowych można wyróżnić papiery wartościowe opiewające na wierzytelności pieniężne (np. obligacje) oraz instrumenty zawierające prawa udziałowe (np. akcje). Inny podział opiera się na sposobie oznaczenia w dokumencie osoby uprawnionej. Według tego kryterium można wyróżnić instrumenty imienne, które uprawniają jedynie osobę imiennie wskazaną w tym dokumencie, a także instrumenty na okaziciela, które nie wskazują osoby uprawnionej. Według celów gospodarczych możliwych do osiągnięcia w efekcie posługiwania się instrumentami finansowymi wskazać można walory rynkowe, którymi obrót dokonuje się najczęściej na zorganizowanych, regulowanych rynkach formalnych, oraz walory nierynkowe, przeznaczone dla wąskiego kręgu uczestników, którymi obrót nie wykazuje znamion powszechności.

Ważny jest również podział na instrumenty procentowe (np. obligacje), zapewniające cykliczny dochód od zainwestowanego kapitału niezależny od wyników ekonomicznych podmiotu emitującego oraz instrumenty dywidendowe (np. akcje), w których dochód ten uzależniony jest od wyników osiągniętych w danym okresie przez emitenta[4].

Na koniec warto wymienić najważniejszy podział. Instrumenty bazowe (podstawowe) są walorami, których ceny zależą od wielu uwarunkowań, jednak nie od cen innych instrumentów. Z kolei instrumenty pochodne są walorami, których ceny zależą od cen innych instrumentów finansowych. Poszczególne rodzaje instrumentów bazowych

---

[3] Art. 4 pkt 4a ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jedn.: Dz. U. z 2021 r., poz. 1983 ze zm.).

[4] A. Sopoćko, *Rynkowe instrumenty finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2021, s. 39.

i pochodnych będą omawiane w kolejnych rozdziałach niniejszej monografii.

## 1.3. Podaż i popyt na rynku instrumentów finansowych

Na rynku instrumentów finansowych dochodzi do przepływu strumieni finansowych krótko-, średnio- i długoterminowych. Zasadniczym działaniem rynku jest przetwarzanie kapitałów o charakterze oszczędności na trwały i obrotowy kapitał produkcyjny.

Podaż na rynku instrumentów finansowych tworzą[5]: oszczędności gospodarstw domowych, oszczędności pieniężne utworzone z zysków przedsiębiorstw, oszczędności tworzone przez rząd za pomocą systemu podatkowego i oszczędności gromadzone przez instytucje finansowe (np. fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, banki). Poziom tych oszczędności związany jest z wielkością PKB, stopą oszczędności, ze stopniem rozwoju rynku finansowego oraz z polityką gospodarczą prowadzoną przez rząd.

Natomiast popyt na rynku instrumentów finansowych zgłaszany jest przez: przedsiębiorstwa prowadzące działalność gospodarczą (w tym banki), rząd i jednostki samorządu terytorialnego. Popyt ten zależy przede wszystkim od skłonności przedsiębiorstw do inwestowania, możliwości wykorzystania alternatywnych metod finansowania działalności obrotowej i inwestycyjnej oraz zapotrzebowania rządu na dochody budżetowe.

Podstawowymi funkcjami rynku instrumentów finansowych, niezależnie od stopnia jego dojrzałości i formy organizacyjnej, są[6]: funkcja alokacyjna, funkcja informacyjna, funkcja transformacyjna i funkcja wyceniająca. Funkcja alokacyjna rozumiana jest jako rozmieszczenie rozporządzalnych czynników produkcji w różnych rodzajach działalności. Dojrzałe rynki dokonują alokacji inaczej niż rynki nie w pełni jeszcze ukształtowane. Alokacja w czasie oznacza podział dochodu na

---

5 Szerzej zob. W. Tarczyński, *Rynek kapitałowy. Metody ilościowe*, vol. 1, Placet, Warszawa 1997, s. 14.

6 M.A. Kaber, *Rynek kapitałowy w Polsce*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Białymstoku, Białystok 2003, s. 20.

część konsumowaną i część akumulowaną. Jeśli przedsiębiorcy przewidują rozwój, to zwiększają popyt na kapitał. Jeśli przewidywania przedsiębiorców są pesymistyczne, wówczas mechanizm działa w przeciwnym kierunku. Z kolei alokacja przestrzenna związana jest ze zmianą udziału sektora publicznego i prywatnego w gospodarce. Dokonuje się ona, po pierwsze, przez samoistny rozwój sektora prywatnego (w tym przez działalność założycielską), a po drugie, przez prywatyzację sektora publicznego.

Funkcja informacyjna rynku instrumentów finansowych oznacza dostarczanie informacji oferentom środków finansowych oraz poszukującym tych środków[7]. Informacje te zawierają się przede wszystkim w cenie kapitału[8]. Na tym tle powstaje ważny problem teoretyczny – czy rynek finansowy jest efektywny, a w informacji rynkowej dominuje symetria, czy też asymetria, związana z otrzymywaniem pewnych informacji tylko przez niektórych uczestników rynku?[9] Funkcja transformacyjna polega na zamianie oszczędności w kapitał przynoszący dochód. Ponadto rynek ma zdolności do zamiany jednej formy kapitału w inną, w tym kapitału obrotowego w trwały i odwrotnie, czy też do przemieszczania pomiędzy kapitałem własnym i obcym. Z kolei funkcja wyceniająca rynku przejawia się w wycenie emitentów. Zanim na rynku pojawi się nowa emisja instrumentów finansowych, analitycy próbują określić ich cenę, jednak to rynek ustali ostateczną cenę, poprzez zaakceptowanie lub odrzucenie oferty[10].

---

[7] R.F. Szymański, K. Kocemba, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych*, LexisNexis, Warszawa 2013, s. 28.

[8] D. Kubacki, *Efektywność informacyjna rynku finansowego w wybranych krajach Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2019, s. 124; M. Ciołek, *Efektywność informacyjna polskiego rynku akcji*, CeDeWu, Warszawa 2019, s. 47.

[9] M. Pachucki, A. Plutecki, *Jak prawidłowo wypełniać obowiązki informacyjne. Poradnik dla emitentów*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2019, s. 38.

[10] Por. Z. Madej, *Polski rynek kapitałowy*, Wyższa Szkoła Businessu i Administracji, Warszawa 1998, s. 27.

## 1.4. Organizacja rynku instrumentów finansowych

Na rynku instrumentów finansowych działa wiele instytucji organizujących i nadzorujących rynek. Pierwszorzędne znaczenie mają Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Komisja Nadzoru Finansowego oraz Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych[11]. Jednak istotną rolę odgrywają również: Rada Polityki Pieniężnej, Związek Maklerów i Doradców, Izba Domów Maklerskich, Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych oraz Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami.

### 1.4.1. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) została zarejestrowana 16 kwietnia 1991 r. jako jednoosobowa spółka Skarbu Państwa. Pod koniec 2010 r. giełda została sprywatyzowana po wielu latach skomplikowanych prac analitycznych[12].

W czasach postępującej globalizacji oraz zaostrzonej rywalizacji konkurujących ze sobą rynków kapitałowych za główne i najbardziej perspektywiczne kierunki rozwoju giełd papierów wartościowych uznaje się proces prywatyzacji bądź też nawiązanie współpracy ze strategicznym, zwykle mocniejszym, partnerem[13]. Bez skutecznego przeprowadzenia prywatyzacji większość dotychczas państwowych rynków kapitałowych skazana jest na marginalizację oraz przejęcie przez potężniejsze platformy handlu instrumentami finansowymi.

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie w 2021 r. obchodziła trzydziestolecie swego funkcjonowania. W porównaniu z najstarszą

---

[11] A. Sławiński, A. Chmielewska, *Zrozumieć rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2017, s. 47.

[12] Szerzej zob. S. Antkiewicz, *Koncepcja giełdy ponadnarodowej w świetle prywatyzacji jako czynnika stymulującego rozwój Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Pieniądze i Więź. Kwartalnik Naukowy" 2009, nr 1, s. 79; *idem*, *Modele rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie jako elementu europejskiego systemu finansowego* [w:] *Globalne rynki finansowe w dobie kryzysu*, red. J.L. Bednarczyk, S.I. Bukowski, J. Misala, CeDeWu.pl, Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2009, s. 217.

[13] M. Mosionek-Schweda, *Determinanty rozwoju europejskich giełdowych rynków dłużnych instrumentów finansowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2020, s. 26.

**Sławomir Antkiewicz** – doktor nauk ekonomicznych Uniwersytetu Gdańskiego, absolwent Wydziału Ekonomicznego oraz Wydziału Prawa i Administracji tej uczelni. Ukończył wiele kierunków studiów podyplomowych, w tym Studium Zarządzania Finansami Przedsiębiorstwa na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego. Laureat Nagrody Naukowej Miasta Gdańska „Młody Heweliusz". Kilkukrotnie wyróżniony Nagrodą Rektora Uniwersytetu Gdańskiego. Wyróżniony w konkursie „Nauczyciel Roku". Odznaczony Medalem Komisji Edukacji Narodowej oraz dwukrotnie Medalem Prezydenta RP za Długoletnią Służbę.

Pracuje jako adiunkt w Katedrze Biznesu Międzynarodowego na Wydziale Ekonomicznym Uniwersytetu Gdańskiego. Wykłada również na studiach menedżerskich MBA. Specjalizuje się w zagadnieniach rynków finansowych, w tym w problematyce papierów wartościowych, derywatów, funduszy inwestycyjnych, a także w aspektach prawnych regulacji systemu finansowego. Członek Rady Naukowej oraz Sądu Koleżeńskiego Zarządu Krajowego Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego. Członek Rady Naukowej Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego Oddział Gdańsk. Członek Zarządu Związku Nauczycielstwa Polskiego w Uniwersytecie Gdańskim. Wcześniej członek Rady Narodowego Centrum Badań i Rozwoju oraz członek rady nadzorczej (dwie kadencje) Agencji Rozwoju Przemysłu SA, a także ekspert Narodowej Rady Rozwoju przy Prezydencie RP. Wielokrotnie recenzent i członek zespołu ekspertów Narodowego Centrum Badań i Rozwoju oraz Narodowego Centrum Nauki. Autor kilku książek, rozdziałów w kilkudziesięciu pozycjach i ponad 350 artykułów.

Uniwersytet Gdański
Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego

ISBN 978-83-8206-368-4