

---

## Część III

# SPOSOBY FINANSOWANIA DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ


---

## Rozdział 10

### RYNEK KAPITAŁOWY

#### 10.1. Rynek finansowy a rynek kapitałowy

Rynki finansowe powstały wraz z rozkwitem handlu i produkcji towarowej. Podczas gdy na innych rynkach wymienia się towary i usługi, tu przedmiotem wymiany jest kapitał. Pamiętajmy z wcześniejszych rozważań, że pieniądz niezbędny do zakupu czynników produkcji również jest określany mianem kapitału. Wydatkowany na ten cel kapitał pieniężny przemienia się w kapitał rzeczowy (np. budynki, maszyny, pojazdy). Na rynku finansowym mamy do czynienia z kapitałem finansowym.

<p><b>Kapitał finansowy</b> stanowią zasoby pieniężne, które mogą być wykorzystane jako lokaty produkcyjne lub finansowe, w zamian za określony dochód.</p>	
---	---

W transakcjach uczestniczą z jednej strony podmioty dysponujące jego nadwyżką, z drugiej – te, które odczuwają jego niedobór. W wymianie tej biorą udział – zarówno po stronie popytu jak i podaży – przedsiębiorstwa produkcyjne i usługowe, gospodarstwa domowe, a także państwo i władze samorządowe.

Rynek finansowy dzieli się na dwa segmenty: rynek pieniężny i rynek kapitałowy. Kryterium tego podziału jest termin zwrotu kapitału. Jeśli nie przekracza on jednego roku, mamy do czynienia z **rynkiem pieniężnym**. Przedmiotem operacji na tym rynku są: kredyty krótkoterminowe, lokaty międzybankowe i krótkoterminowe papiery wartościowe (weksle skarbowe, weksle przedsiębiorstw, bony skarbowe, czek, certyfikaty depozytowe i in.). Drugi segment rynku finansowego, czyli **rynek kapitałowy**, obejmuje obrót kapitału z terminem zwrotu dłuższym niż jeden rok. Należy tu wymienić średnio- i długoterminowe papiery wartościowe (akcje, obligacje) oraz kredyty.

Sens istnienia rynku kapitałowego polega na przesuwanie środków pieniężnych od podmiotów dysponujących wolnymi nadwyżkami kapitału do podmiotów, które zgłaszają na ów kapitał zapotrzebowanie. Kapitał o charakterze oszczędnościowym przetworzony zostaje na realne inwestycje, czyli kapitał rzeczowy (produkcyjny).

## 10.2. Rynek papierów wartościowych

We współczesnej gospodarce rynkowej niezwykle ważnym elementem rynku kapitałowego stał się **rynek papierów wartościowych**. W potocznym języku tych dwóch pojęć używa się często zamiennie.

Rynek kapitałowy – oprócz rynku papierów wartościowych – obejmuje i inne rynki, mianowicie:

- rynek czynników produkcji,
- rynek nieruchomości,
- rynek kredytowy.



Poniżej naszą uwagę skoncentrujemy na rynku papierów wartościowych. Rynek ten stanowi pewnego rodzaju płaszczyznę, wspólną wszelkim transakcjom kupna–sprzedaży walorów zwanych papierami wartościowymi. W gospodarkach wolnorynkowych papiery wartościowe są często podstawowymi formami mobilizowania wolnych środków pieniężnych oraz ich lokowania w taki sposób, by osiągnięte korzyści finansowe były większe od lokat kapitału w banku. Z drugiej strony spółkom i instytucjom stwarza się możliwość operowania kapitałem uzyskanym od licznej rzeszy inwestorów i przekształcenia go na realizację różnorodnych, czasem bardzo kosztownych przedsięwzięć.

### 10.2.1. Klasyfikacja instrumentów finansowych

**Papiery wartościowe** są to dokumenty wydawane przez instytucje państwowe lub organizacje gospodarcze, uosabiające i stwierdzające istnienie długu lub udziału w majątku firmy oraz wynikające stąd uprawnienia dla ich posiadacza.



Nieodłączną cechą papierów wartościowych jest **ryzyko** związane z lokatą w dokumenty tego rodzaju. Inwestor narażony jest na ryzyko wynikające z gry rynkowej, tzn. musi się liczyć z możliwością poniesienia nieprzewidzianej straty lub niezyskania spodziewanego zysku.

Uwzględniając **stopień ryzyka**, instrumenty rynku kapitałowego możemy podzielić na cztery grupy:

- instrumenty finansowe bez ryzyka (np. certyfikaty depozytowe, bony lokacyjne, polisy ubezpieczeniowe),
- instrumenty finansowe o małej stopie ryzyka (np. obligacje, wkłady bankowe),
- instrumenty finansowe o umiarkowanym ryzyku (np. akcje, nieruchomości, złoto),
- instrumenty finansowe o największym stopniu ryzyka (instrumenty pochodne, np. opcje, kontrakty terminowe).



Im wyższy stopień ryzyka, tym większa możliwość otrzymania ponadprzeciętnych zysków, ale też większa możliwość poniesienia dotkliwych strat.

Oprócz powyższego podziału, instrumenty finansowe rynku kapitałowego możemy poklasyfikować według następujących kryteriów:

#### 1. Z punktu widzenia form obrotu:

- papiery wartościowe na okaziciela (zmiana właściciela następuje przez bezpośrednie wręczenie ich innej osobie),
- papiery na zlecenie (przeniesienie własności na inne osoby następuje przez indos na dokumencie),
- papiery imienne (własność ich można przenieść tylko przez cesję wierzytelności, a więc przez pisemne zrzeczenie się uprawnień wynikających z dokumentu na rzecz innej osoby).

#### 2. Z punktu widzenia funkcji prawnej:

- papiery wartościowe uosabiające wierzytelności pieniężne (np. obligacje, bony pieniężne, weksle, czeki, losy loteryjne),
- papiery uosabiające prawa współwłasności majątkowej (np. akcje),
- papiery uprawniające do zarządzania rzeczami (np. konosamenty w transporcie towarowym).

### 3. Ze względu na charakter dochodów, jakie przynoszą:

- papiery wartościowe dające stały dochód (np. większość obligacji, bony skarbowe),
- papiery przynoszące zmienny dochód (np. akcje, obligacje o zmiennym dochodzie, jednostki uczestnictwa w funduszach powierniczych).

### 4. Uwzględniając swobodę handlu:

- papiery wartościowe znajdujące się w wolnym obrocie (akcje, obligacje, instrumenty pochodne),
- papiery wartościowe nie występujące w wolnym obrocie (przede wszystkim certyfikaty depozytowe).

## 10.2.2. Charakterystyka podstawowych rodzajów papierów wartościowych

Poniżej omówimy papiery wartościowe według ich handlowego charakteru, a więc znajdujące się w wolnym obrocie oraz nie dopuszczone do wolnego obrotu. W pierwszej kolejności scharakteryzujemy obligacje i akcje.

**Obligacja** jest papierem wartościowym, w którym wystawca – emitent zobowiązuje się do zwrotu zaciągniętej pożyczki właścicielowi obligacji w ustalonym z góry terminie, a także do zapłaty odsetek, liczonych w stosunku do nominalnej kwoty tej pożyczki.



Emitentem obligacji może być Skarb Państwa, gmina, bank, a także podmiot prowadzący działalność gospodarczą.

Na warszawskiej giełdzie notowane są obecnie tylko obligacje skarbowe, czyli emitowane przez Skarb Państwa, w którego imieniu działa minister finansów. Należą one do najbezpieczniejszych papierów wartościowych, gdyż ich wypłacalność jest zagwarantowana przez Skarb Państwa. Zysk z tych papierów wartościowych jest praktycznie pewny, a jego wysokość związana jest w sposób bardziej lub mniej bezpośredni z poziomem inflacji.

Obligacje Skarbu Państwa możemy podzielić **według terminu zapadalności**, czyli czasu upływającego do ich wykupu, na: roczne, dwuletnie, trzyletnie, pięcioletnie i dziesięcioletnie. Inny podział obligacji związany jest ze **sposobem naliczania i wypłacania odsetek**. Według tego kryterium możemy wyróżnić obligacje **o stałym i zmiennym oprocentowaniu**.

Na rynku kapitałowym spotykamy się również z takimi formami obligacji, jak:

- obligacje zamienne na akcje (według z góry określonych warunków),
- obligacje z prawem poboru akcji (uprawniają do zakupu akcji na pierwotnym rynku kapitałowym).

Poniżej omówimy bliżej obligacje o stałym i zmiennym oprocentowaniu.

Do obligacji o stałym oprocentowaniu należą dwu-, pięcio- i dziesięcioletnie, zaś o zmiennej stopie oprocentowania – roczne, trzyletnie i dziesięcioletnie.

Obligacje o stałym oprocentowaniu charakteryzują się tym, że ich oprocentowanie jest z góry określone i niezmiennie przez cały okres życia obligacji aż do ich wykupu. Ponieważ ich przyszłe oprocentowanie nie ulega zmianie, w przypadku znacznego wzrostu wskaźnika inflacji, nabywanie tych papierów może być obciążone większym ryzykiem.

Jeśli chodzi o obligacje o zmiennym oprocentowaniu, to w przypadku obligacji rocznych stopa procentowa jest ustalana co miesiąc, zgodnie ze wskaźnikiem inflacji podawanym przez Główny Urząd Statystyczny. Z kolei wskaźnikiem branym pod uwagę przy ustalaniu oprocentowania dla obligacji trzyletnich i dziesięcioletnich jest rentowność (czyli dochodowość) bonów skarbowych.

**Bony skarbowe** są krótkoterminowymi papierami na okaziciela, emitowanymi przez Skarb Państwa.



Zazwyczaj emitowane są bony o terminie wykupu 13, 26 i 52 tygodnie. Nominał jednego bonu wynosi 10 000 zł. Nabywcami bonów są przede wszystkim firmy – krajowe i zagraniczne, często banki. Bony skarbowe sprzedawane są z dyskontem, czyli poniżej wartości nominalnej, gdyż są nieoprocentowane. Pełną kwotę nominalną otrzymuje się w momencie wykupu bonu skarbowego. Ceny bonów są odzwierciedleniem przewidywanego przez rynek pieniężny poziomu inflacji, dlatego mogą być one miarodajnym odniesieniem dla określania oprocentowania innych instrumentów finansowych, np. obligacji.

Dla obligacji trzyletnich odsetki wypłacane są kwartalnie i wyliczane w stosunku do średniej rentowności 13-tygodniowych bonów skarbowych. Z kolei oprocentowanie obligacji dziesięcioletnich oparte jest na rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych, powiększonej o 1 punkt procentowy. Wysokość oprocentowania ustalana jest dla rocznych okresów odsetkowych.

Drugim rodzajem papierów wartościowych, występujących w wolnym obrocie, są akcje.

**Akcja** to papier wartościowy o zmiennym dochodzie, stwierdzający udział jej właściciela w kapitale spółki akcyjnej, uprawniający go do udziału w zyskach wypracowanych przez spółkę (w formie dywidendy) oraz udziału w podziale majątku spółki w razie jej likwidacji.



Z samego charakteru lokat kapitałowych w akcje wynika znaczne ryzyko finansowe z nimi związane. Akcje są uważane za papiery będące inwestycyjnie



bardziej niebezpieczne niż obligacje, gdyż możliwość wystąpienia straty spowodowanej trudnościami finansowymi spółki emitującej akcje jest znacznie większa niż możliwość wystąpienia zakłóceń ogólnogospodarczych, wywołujących wzrost ryzyka stopy procentowej, od której zależy kurs obligacji.

Wyróżnia się dwa podstawowe rodzaje akcji:

- akcje zwykłe,
- akcje uprzywilejowane.

**Akcje zwykłe** stanowią podstawową pozycję obrotów giełdowych, obrót nimi nie podlega ograniczeniom.

**Akcje uprzywilejowane** oferują pewne przywileje, niedostępne dla posiadaczy zwyczajnych akcji. Uprzywilejowanie to przejawia się w prawie do stałej dywidendy, bez względu na wysokość wypracowanego zysku przez spółkę. Każdy posiadacz akcji tego rodzaju ma również prawo do pierwszeństwa, przed posiadaczami akcji zwykłych, w podziale masy upadłościowej spółki w przypadku jej likwidacji. Z reguły posiadacze akcji uprzywilejowanych są pozbawieni prawa głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, aczkolwiek mogą występować odstępstwa od tej reguły.

Wśród papierów wartościowych o zmiennym dochodzie są – oprócz akcji – również tzw. **prawa poboru**, które otrzymują dotychczasowi akcjonariusze spółki, w przypadku podwyższenia jej kapitału akcyjnego w drodze emisji nowych akcji. Prawo poboru uprawnia dotychczasowych posiadaczy akcji starych do nabycia, po korzystnym (niższym) kursie, określonej liczby nowych akcji.

Spróbujmy krótko podsumować omawiane wyżej papiery wartościowe:


- obligacje nie reprezentują prawa własności, tylko roszczenie długu, akcje zaś uosabiają prawa współwłasności majątkowej spółki akcyjnej,
- zarówno akcje, jak i obligacje są zbywalne i można nimi swobodnie obracać na rynku,
- z posiadaniem obligacji wiąże się na ogół mniejsze ryzyko finansowe niż z posiadaniem akcji,
- w zamian za większe ryzyko, akcje mogą przynieść większy dochód niż obligacje.

Na polskim rynku kapitałowym – oprócz akcji i obligacji – mieliśmy też specyficzny rodzaj papierów wartościowych, jakimi były **powszechne świadectwa udziałowe (PSU)**. Wprowadzono je na rynek w latach 1995–1996 w ramach Programu Powszechnej Prywatyzacji. PSU były papierami wartościowymi na okaziciela, obrót nimi w części miał charakter prywatny, pozagiełdowy (realizowany pomiędzy osobami fizycznymi), w części zaś odbywał się na giełdzie, jeśli wcześniej zostały one zdematerializowane. W grudniu 1998 r. zdematerializowane świadectwa zostały ostatecznie wymienione na akcje **Narodowych**

**Funduszy Inwestycyjnych (NFI)** (za każde świadectwo udziałowe posiadacz otrzymał 15 akcji NFI) i one są obecnie w obrocie giełdowym.

Przedmiotem wolnego obrotu kapitałowego – poza wyżej omawianymi papierami wartościowymi – są tzw. **terminowe papiery wartościowe**, zwane też instrumentami pochodnymi lub derywatami. Wśród papierów terminowych należy wyróżnić:


- opcje,
- kontrakty terminowe (futures),
- warranty.

<p><b>Opcja</b> jest dokumentem stwierdzającym prawo do obrotu określonymi papierami wartościowymi w przyszłości. Opcje dzielimy na opcje kupna (<i>call</i>) i sprzedaży (<i>put</i>).</p>	
---	---

**Opcja kupna** daje prawo nabywcy do zakupu określonych walorów według z góry ustalonej ceny. Wystawca jest zobowiązany do ich sprzedaży na żądanie posiadacza opcji. Analogicznie jest z **opcją sprzedaży** – posiadacz ma prawo do sprzedaży określonych papierów wartościowych w oznaczonym czasie i po z góry ustalonej cenie. Wystawca opcji ma obowiązek je kupić. W chwili zawierania kontraktu kupujący płaci sprzedającemu opłatę wstępną, zwaną premią.

Oprócz podziału na opcje kupna i sprzedaży występuje jeszcze podział na opcje europejskie i amerykańskie. Posiadacz **opcji europejskiej** może ją zrealizować tylko w oznaczonym terminie (w chwili wygaśnięcia), natomiast w przypadku **opcji amerykańskiej** prawo realizacji przysługuje w dowolnym momencie, od chwili nabycia do jej wygaśnięcia.

Zaletą kupna opcji jest ich zawsze niższa cena od ceny samych papierów wartościowych, wadą zaś możliwość poniesienia stuprocentowej straty całej inwestycji. Strata taka występuje, gdy cena danego waloru spadnie poniżej ceny opcji.

<p><b>Kontrakty terminowe</b> to umowy, w których kupujący zobowiązuje się do zakupu, a sprzedający do sprzedaży w przyszłości określonego instrumentu bazowego (np. akcje, waluty, towary, stopy procentowe czy indeksy giełdowe) po z góry określonej, w chwili zawarcia transakcji terminowej, cenie.</p>	
--	---

Do takiej transakcji dochodzi, ponieważ jej strony mają różne przewidywania co do kształtowania się ceny instrumentu bazowego w przyszłości. Kupujący oczekuje, że jego cena wzrośnie, a sprzedający jest przekonany, że spadnie. Jest to typowa gra spekulacyjna na zwyżkę lub zniżkę cen. Ze względu na fakt, że wykonanie umowy, jaką jest kontrakt terminowy, następuje w terminie wygaśnięcia, który jest późniejszy niż termin jego zawarcia, w chwili zawierania ta-

kiej transakcji nie następuje wymiana środków pieniężnych między stronami. W celu zabezpieczenia wykonania kontraktu strony wnoszą tzw. depozyt zabezpieczający.

Pierwszymi instrumentami pochodnymi, jakie zostały wprowadzone na warszawskiej giełdzie (w r. 1998), były kontrakty terminowe na indeks WIG-20 oraz na kurs dolara amerykańskiego i euro. Obecnie kontrakty terminowe są zawierane również na indeks TECHWIG oraz na najbardziej płynne polskie akcje.

Kontrakty terminowe są instrumentem bardzo atrakcyjnym, ale zarazem potencjalnie bardzo niebezpiecznym. Należy tutaj zaznaczyć, że zysk jednej strony transakcji jest równy stracie strony drugiej, wskutek czego, przy pominięciu kosztów jej zawierania, jest to „gra o sumie zerowej”.

**Warrant** jest instrumentem pochodnym, rozliczany na identycznych zasadach jak opcja – też może być typu *put* lub *call*. Warrant uprawnia inwestora do otrzymania od emitenta w dniu jego wygaśnięcia różnicy między ceną rynkową instrumentu bazowego a ceną umowną, czyli tzw. rozliczeniową.



Emitentami warrantów są najczęściej banki inwestycyjne. Popularne są też warranty typu *call* emitowane przez spółki na swoje własne akcje.

Na warszawskiej giełdzie znajdują się obecnie w obrocie warranty na indeksy NIF i WIG-20 oraz na akcje największych spółek.

W ostatnich kilkunastu latach rynki terminowe odgrywają w świecie finansów i inwestycji niekwestionowaną rolę. Ich rozwój zawsze wzbudzał i nadal wzbudza wiele kontrowersji. Rynki terminowe są miejscem najbardziej spektakularnych wydarzeń i karier graczy. Tu – niemal z dnia na dzień – można zarobić fortunę lub stać się bankrutem.

Omówione wyżej papiery wartościowe mają tę wspólną cechę, że znajdują się w wolnym obrocie na rynku papierów wartościowych.

Podstawowym i najważniejszym rodzajem papierów wartościowych, które nie występują w wolnym obrocie, są certyfikaty depozytowe. Lokaty w certyfikaty depozytowe stanowią poważną alternatywę dla lokat w papiery stanowiące przedmiot obrotu wolnego.

**Certyfikat depozytowy** jest zbywalnym papierem wartościowym, poprzez który wystawiający go bank zaświadcza, że pewna suma pieniędzy została w tym banku zdeponowana na dokładnie ustalony okres. Po upływie okresu zapadłości bank odkupuje certyfikaty, wypłacając kapitał powiększony o odsetki, naliczane według stałej stopy procentowej, obowiązującej w dniu sprzedaży.





Największą zaletą certyfikatów jest pewny dochód – nawet w przypadku wcześniejszego ich wykupu. Oprócz tego są one doskonałym zabezpieczeniem kredytu bankowego oraz gwarancją płynności finansowej.

Certyfikaty depozytowe należą do najbezpieczniejszych finansowo instrumentów.

1. Jakie znasz kryteria podziału papierów wartościowych?
2. Omów cechy charakterystyczne obligacji i akcji.
3. Co to są papiery wartościowe terminowe, jakie znasz ich rodzaje i czym różnią się od „normalnych” papierów wartościowych?



### 10.3. Segmenty rynku papierów wartościowych

Zarówno rynek kapitałowy, jak i pieniężny dzieli się na rynek pierwotny i rynek wtórny, w zależności od tego, czy dany walor jest przedmiotem transakcji po raz pierwszy, czy też kolejny raz. Analogicznie więc, również rynek papierów wartościowych dzielimy na te dwa segmenty, które omówimy poniżej.

**Rynek pierwotny** to część rynku kapitałowego, na którym lokowane są nowe emisje papierów wartościowych, czyli dokonuje się tu pierwszych transakcji sprzedaży papierów wartościowych pierwszym inwestorom.



W roli emitentów papierów wartościowych występują głównie przedsiębiorstwa w formie spółek akcyjnych (tzw. sektor biznesu) oraz sektor publiczny (w Polsce np. Skarb Państwa, który oferuje do sprzedaży obligacje, jak również akcje przedsiębiorstw prywatyzowanych na drodze kapitałowej).

Drugim elementem rynku pierwotnego są poszukujący najkorzystniejszych lokat – oferenci wolnych kapitałów. Główną rolę odgrywają tu inwestorzy instytucjonalni, krajowi i zagraniczni, jak również gospodarstwa domowe (inwestorzy indywidualni).

Łącznikiem tych dwóch elementów rynku pierwotnego (emitentów i oferentów) są tzw. **pośrednicy**, w roli których występują banki inwestycyjne i biura maklerskie. Banki te zajmują się techniczną stroną emisji akcji czy obligacji, tzn.:

- przygotowaniem emisji,
- ustaleniem ceny emisyjnej,
- dystrybucją papierów wartościowych wśród inwestorów.

Bardzo ważnym elementem procesu emisyjnego jest opracowanie tzw. **prospektu emisyjnego**. Jest to obowiązkowa publikacja emitenta, dostarczająca potencjalnym inwestorom istotnych danych, potrzebnych do wyrobienia sobie opinii o danym przedsięwzięciu.

Ważną sprawą, decydującą o powodzeniu lub niepowodzeniu emisji, jest trafne ustalenie ceny emisyjnej.

Generalnie, spotykamy trzy sposoby ustalania ceny emisyjnej w obrębie oferty publicznej:

- emisja po cenie z góry ustalonej w prospekcie emisyjnym,
- emisja po cenie ustalonej w drodze przetargu, gdzie każdy inwestor deklaruje wysokość ceny, po jakiej jest gotów kupić określoną ilość walorów,
- publiczna sprzedaż papierów za pośrednictwem giełdy (pierwsza relacja podaży i popytu, na podstawie zadeklarowanej ceny w zleceniach, ustala ich cenę emisyjną).

Uogólniając, **cena emisyjna** to cena, po której emitent sprzedaje papiery wartościowe na rynku pierwotnym.

W prospekcie emisyjnym jest również podawana **cena nominalna** waloru. Jeśli akcja czy obligacja ma formę klasyczną (formę dokumentu), cena nominalna jest wpisana na „płaszczy” tego dokumentu.

W przypadku obligacji cena nominalna to cena, od której naliczane są odsetki. Cena emisyjna obligacji może być niższa, jak i wyższa od ceny nominalnej. Decyzja emitenta zależy w tym przypadku od przewidywanego popytu na nie i ich oprocentowania.

Z kolei cena nominalna akcji wynika z podzielenia wielkości kapitału akcyjnego spółki przez liczbę akcji w obiegu. Cena emisyjna akcji najczęściej jest wyższa od jej ceny nominalnej. Środki uzyskane z tej różnicy cen powiększają kapitał zapasowy spółki. Czasem cena emisyjna akcji jest niższa od ceny nominalnej. Oznacza to, że akcje sprzedawane są z tzw. dyskontem i dotyczy to najczęściej pracowników danej spółki akcyjnej.

Rynek pierwotny ma dwie główne cechy:

- dany papier wartościowy sprzedawany jest tylko przez pewien okres,
- liczba akcji, czy obligacji jest ściśle określona i czasami nie starcza ich dla wszystkich chętnych, którzy chcą je kupić.

Jeśli chodzi o dystrybucję papierów wartościowych na rynku pierwotnym, czyli ich właściwą sprzedaż – może ona odbywać się drogą:

- oferty zamkniętej,
- oferty publicznej,
- ofert mieszanej.

**Oferta zamknięta** dotyczy wydzielonej transzy papierów wartościowych, przewidzianych dla wybranych inwestorów, np. kadry kierowniczej spółki, jej pracowników, banków, czy też inwestorów zagranicznych.

**Oferta publiczna** obejmuje papiery wartościowe skierowane do wszystkich inwestorów, którzy chcą je nabyć.

**Oferta mieszana** polega na połączeniu oferty zamkniętej i publicznej.

Sprzedają (dystrybucją) papierów wartościowych może zajmować się sam ich wystawca lub zlecać to pośrednikom. W Polsce, zgodnie z Ustawą o publicznym obrocie papierami wartościowymi, emisje mogą dokonywać się wyłącznie za pośrednictwem podmiotów prowadzących przedsiębiorstwa maklerskie – są nimi z reguły domy maklerskie.

Inwestorzy, którzy zakupili papiery na rynku pierwotnym, mogą je w przyszłości zatrzymać lub odsprzedać. Kolejne transakcje nimi mają miejsce na tzw. rynku wtórnym.

**Rynek wtórny** to ta część rynku kapitałowego, na którym obrót papierami wartościowymi odbywa się między inwestorami. Emitent na nim nie występuje. Obrót papierami wartościowymi na rynku wtórnym odbywa się za pośrednictwem giełdy lub na rynku pozagiełdowym.



Rynek wtórny umożliwia wszelkie operacje, tzn. sprzedaż posiadanych walorów, zakup nowych, zmianę formy lokaty, czy wreszcie wycofanie zbędnej gotówki z rynku. Na rynku wtórnym obrót papierami wartościowymi odbywa się po cenie rynkowej (kurs giełdowy), która kształtuje się pod wpływem relacji ich popytu i podaży. Najczęściej cena papierów na rynku wtórnym jest wyższa niż na rynku pierwotnym, choć nie jest to regułą.

W przypadku obligacji jej kurs giełdowy nie jest określony w złotych, lecz w procentach wartości nominalnej. Nie jest to jednak cena, którą faktycznie płaci kupujący i otrzymuje sprzedający obligacje, ponieważ nie uwzględnia narosłych odsetek przypadających w danym dniu.

Obydwa segmenty rynku papierów wartościowych (pierwotny i wtórny) są ze sobą ściśle powiązane i wzajemnie się warunkują. Sprawnie działający rynek wtórny i duża skala operacji na nim stymuluje emitentów do oferowania nowych walorów na rynku pierwotnym, w przypadku zaś, kiedy rynek wtórny nie jest sprawny, spada skłonność inwestorów do zakupu papierów wartościowych na rynku pierwotnym.

1. Co to jest pierwotny i wtórny rynek papierów wartościowych?
2. Jakie znasz sposoby ustalania ceny emisyjnej papierów wartościowych w ofercie publicznej?



## 10.4. Inwestorzy na rynku papierów wartościowych

Zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym występują oferty wolnych kapitałów, których nazywamy **inwestorami**. Można ich podzielić na dwie podstawowe grupy, tj.:

- **inwestorów profesjonalnych** (przede wszystkim instytucjonalnych),
- **inwestorów nieprofesjonalnych** (głównie gospodarstwa domowe i spółki pracownicze).

Biorąc za kryterium pochodzenie inwestorów można wyróżnić:

- **inwestorów krajowych**,
- **inwestorów zagranicznych**.

Inwestorów można również podzielić z punktu widzenia tzw. „filozofii inwestycyjnej” na:

- **inwestorów biernych** (nabywają papiery wartościowe traktując je jako lokatę długoterminową i trwałą),
- **inwestorów czynnych** (często wymieniają posiadane walory na podstawie przewidywanych zmian ich cen).

Poniżej omówimy najważniejszych **inwestorów instytucjonalnych**, a wśród nich:

- banki handlowe i inwestycyjne,
- fundusze inwestycyjne,
- fundusze rentalne i emerytalne,
- towarzystwa ubezpieczeniowe.

**Banki** pełnią bardzo ważną rolę na rynku kapitałowym. W krajach europejskich działają banki uniwersalne – konglomeraty. W ramach jednej instytucji świadczone są zarówno usługi komercyjne, jak i inwestycyjne. Odmienny model bankowości obserwujemy w Stanach Zjednoczonych, czy Japonii. W krajach tych występuje wyraźne rozgraniczenie na banki komercyjne, które spełniają tylko funkcje kredytowo-depozytowe, oraz banki inwestycyjne.

W Polsce banki działają według modelu europejskiego. Wiele banków uniwersalnych ma rozbudowane pionery bankowości inwestycyjnej.

**Banki inwestycyjne** na świecie prowadzą bardzo szeroką działalność, wśród której ważne miejsce zajmują operacje na rynku papierów wartościowych. W ramach tego rynku banki inwestycyjne organizują publiczne emisje papierów wartościowych, gwarantują emisje, prowadzą działalność w zakresie emisji niepublicznych, działalność brokerską i dealerską, zarządzają pakietami akcji na zlecenie klienta, zarządzają również funduszami inwestycyjnymi. Ponadto prowadzą operacje instrumentami pochodnymi.



**Fundusze inwestycyjne** są to wyspecjalizowane instytucje rynku kapitałowego, zajmujące się zarządzaniem wspólnym kapitałem, powierzonym im przez indywidualnych inwestorów.

Wyróżniamy dwa rodzaje funduszy inwestycyjnych:

- fundusze zamknięte,
- fundusze otwarte,
- fundusze mieszane.

Ich funkcjonowanie reguluje odrębna ustawa. Tworzeniem funduszy i ich zarządzaniem zajmują się Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych (w formie spółek akcyjnych). Jedno Towarzystwo może zarządzać kilkoma funduszami jednocześnie i z taką sytuacją mamy do czynienia na naszym rynku.

**Zamknięty fundusz inwestycyjny** ma ustaloną strukturę kapitału, na którą mogą się składać wyłącznie akcje lub też kombinacja akcji i instrumentów dłużnych. Liczba udziałów takiego funduszu jest ściśle określona, stąd z góry ustalona jest liczba inwestorów. Papiery wartościowe jako jednostki uczestnictwa w funduszu zamkniętym są kupowane i sprzedawane na wolnym rynku. Sprzedaż oraz ceny tych udziałów są zamieszczane w prasie finansowej, na równi z akcjami innych firm.

**Otwarte fundusze inwestycyjne** powszechnie określa się mianem **funduszy powierniczych**. Pełnią one rolę zbiorowego inwestora, którego kapitał powstaje przez połączenie środków licznych, indywidualnych inwestorów, za który kupuje on na wolnym rynku papiery wartościowe.

Fundusze powiernicze są wyspecjalizowanymi instytucjami, zatrudniającymi specjalistów od gry giełdowej. Oni w imieniu klientów podejmują decyzje inwestycyjne. Udziały w funduszu, tzw. **jednostki uczestnictwa**, inwestor nabywa bezpośrednio w funduszu. Są one niezbywalne i nie znajdują się w obrocie giełdowym jak akcje, czy obligacje. Płynność ich jest zagwarantowana przez firmę zarządzającą funduszem.

Podstawową cechą otwartych funduszy powierniczych, odróżniających je od funduszy zamkniętych jest zmienna liczba uczestników i wielkość zaangażowanego kapitału. Fundusz powierniczy ma obowiązek ciągłego przyjmowania nowych inwestorów oraz umarzania jednostek uczestnictwa osobom, które chcą wyciągnąć swoje kapitały.

Aktualna cena jednostki uczestnictwa wynika z podzielenia łącznej wartości rynkowej aktywów funduszu – tj. wartości rynkowej jego akcji, obligacji i innych aktywów (pomniejszonej o wszelkie jego zobowiązania) – przez liczbę znajdujących się w obiegu udziałów. Zysk inwestora stanowi różnicę między ceną nabycia a ceną sprzedaży jednostki uczestnictwa.

Fundusze powiernicze umożliwiają obniżenie ryzyka inwestycyjnego poprzez dywersyfikację portfela, profesjonalne zarządzanie kapitałem oraz szeroki

dostęp do informacji ekonomicznych. Chociaż ryzyko inwestorów uczestniczących w funduszu jest wyższe od lokat bankowych, to statystycznie biorąc, lokata w fundusze jest lokatą bardziej dochodową. Zwykle też dochody uczestników funduszu są wyższe od dynamiki indeksów giełdowych, odzwierciedlających przeciętne dochody inwestowania w akcje.

Ze względu na **zakres działania oraz stopień ryzyka** można wyodrębnić wiele rodzajów funduszy inwestycyjnych, wśród których na szczególną uwagę zasługują:

- **fundusze agresywnego inwestowania** (lokują powierzone środki pieniężne w papierach wartościowych o wysokim stopniu ryzyka – głównie w akcje i instrumenty pochodne),
- **fundusze zrównoważonego ryzyka** (portfel ich składa się z akcji i obligacji renomowanych firm oraz papierów skarbowych),
- **fundusze papierów wierzycielskich** (inwestują głównie w obligacje),
- **fundusze hipoteczne** (inwestują w papiery wartościowe emitowane pod zastaw hipoteczny),
- **fundusze nieruchomości** (inwestują w obiekty biurowe, handlowe i magazynowe oraz nieruchomości już istniejące),
- **fundusze hedgingowe** (przeznaczone głównie dla ludzi bogatych; inwestują na całym świecie w wiele różnych rodzajów instrumentów finansowych).

W Polsce – jak dotąd – istnieją głównie **fundusze powiernicze**. Najstarszym z nich jest Fundusz Pioneer, który rozpoczął swoją działalność w lipcu 1992 r. Występuje on w czterech odmianach: Pioneer I – fundusz zrównoważony (mieszany), Pioneer II – papiery wierzycielskie, Pioneer III – fundusz agresywnego inwestowania i Pioneer IV – fundusz prywatyzacji.

Oprócz Pioniera na naszym rynku kapitałowym funkcjonuje ponad 20 Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych, oferujących jednostki uczestnictwa blisko w 80 funduszach o różnym stopniu ryzyka. Wśród nich można wymienić: Fundusz Korona, Przymierze, DWS, Eurofundusz, Fidelia, Atut, Skarbiec, PKO-Credit Suisse i inne.

W związku z procesem powszechnej prywatyzacji utworzono w Polsce w 1994 r. – o czym pisano już wyżej – Narodowe Fundusze Inwestycyjne (NFI), które w przybliżeniu działają na zasadzie funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Początkowo właścicielem NFI był Skarb Państwa, który wniósł do funduszy pakiety akcji byłych przedsiębiorstw państwowych (w sumie 512). Po wymianie powszechnych świadectw udziałowych na akcje funduszy, których jest

obecnie 14, ich współwłaścicielami zostali wszyscy obywatele uczestniczący w programie powszechnej prywatyzacji.

Na rozwój rynku papierów wartościowych w poważnym stopniu wpłynęła reforma emerytalna, wprowadzona od 1.01.1999 r. W wyniku tej reformy pojawiła się nowa grupa polskich inwestorów instytucjonalnych, mianowicie **fundusze emerytalne**. Fundusze te zobowiązują się, w zamian za systematycznie wnoszone składki, do wypłacania świadczeń emerytalnych, poczynając od określonego momentu aż do śmierci danej osoby.

W r. 2001 na polskim rynku działało 21 Powszechnych Towarzystw Emerytalnych (PTE), sprawujących kontrolę nad taką właśnie liczbą Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE). Kapitały, którymi one obracają, są lokowane także na rynku kapitałowym.

Ważnym inwestorem instytucjonalnym na rynku kapitałowym są też **towarzystwa ubezpieczeniowe**. Fundusz ich powstaje ze składek ubezpieczeniowych, które są tak kalkulowane, aby wystarczały z nadwyżką na wypłatę odszkodowań. Różnicę między sumą wpłaconych składek ubezpieczeniowych a przewidywaną sumą wypłat, zdeponowaną w banku, towarzystwo lokuje w papierach wartościowych.

Ze względu na ważność pełnionych funkcji, zarówno fundusze emerytalne, jak i towarzystwa ubezpieczeniowe są pod szczególną kontrolą państwa i mają ograniczoną swobodę działania na rynku kapitałowym. Politykę lokacyjną tych funduszy ograniczają limity inwestycyjne, ściśle określające rodzaj i procentowy udział instrumentów finansowych, w których mogą one lokować swoje aktywa.

1. Przedstaw najważniejszych inwestorów instytucjonalnych na polskim rynku kapitałowym.
2. Jakie są zasady działania funduszy powierniczych?

