Kamilla MARCHEWKA-BARTKOWIAK

PRZEDMIOTOWA I PODMIOTOWA STRUKTURA RYNKU RZĄDOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W SEGMENTACJI RYNKU KAPITAŁÓW PIENIĘŻNYCH

Pojęcia „kapitał", w tym także „kapitały pieniężne" w literaturze ekonomicznej uważane są za jedne z bardziej kontrowersyjnych, w związku z tym różnie są interpretowane. W poniższym opracowaniu autorka przyjmuje, iż kapitały pieniężne to zasoby dochodowe, które nie zostały wykorzystane jako pieniądz w swojej funkcji płatniczej, a które utrzymywane są w formie oszczędności pieniężnych i wykorzystywane najczęściej w relacjach lokacyjno-pożyczkowych[1].

1. Segmentacja rynku kapitałów pieniężnych

Wyróżnienie pojęcia kapitałów pieniężnych implikuje do ich umiejscowienia w określonych mechanizmach, wśród których najważniejszy jest **mechanizm rynkowy**. Określany jest on jako wszelkie oddolne popytowo-podażowe sprzężenia na rynkach wszystkich rodzajów zasobów[2]. Pojęcie **rynku** dotyczy zatem ogółu stosunków zachodzących między podmiotami uczestniczącymi w procesach wymiany[3]; w wąskim znaczeniu może odnosić się do miejsca lub samego mechanizmu wymiany[4], istnieje natomiast jedynie wtedy, gdy ludzie mają w gospodarce szeroki

---

[1] K. Marchewka, *Główne nurty w teorii kapitału*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny 2000, z. 3, s.105-120.

[2] A. Lipowski, *Mechanizm rynkowy w gospodarce polskiej*, PWN, Warszawa 1988, s. 9.

[3] W. Wrzosek, *Funkcjonowanie rynku*, PWE, Warszawa 1997, s. 11.

[4] C. Henning, W. Pigott, R. Scott, *Financial Markets and the Economy*, Prentice Hall Inc., University of Washington, 1975, s. 2.

zakres wolności. Jest zatem mechanizmem współdziałania wolnych ludzi[5]. Może być również szeroko interpretowane jako pewien spójny system światowego ładu społecznego[6].

Każdy rynek składa się maksymalnie z siedmiu elementów:

- dostawcy przedmiotu (podaż),
- nabywcy przedmiotu (popyt),
- przedmiotu (instrumentu) podlegającego obrotowi,
- ceny, po jakiej dany przedmiot ulega sprzedaży,
- osoby lub instytucji pośredniczących[7],
- organizacji rynku (czyli jego infrastruktury),
- wielkości dokonywanych na nim transakcji,
- miejsca dokonywania transakcji.

Biorąc pod uwagę wyszczególnione wyżej składniki, podziału rynku dokonuje się zazwyczaj za pomocą różnych kryteriów, wśród których dominującymi są kryterium podmiotowe i przedmiotowe.

W ramach **kryterium podmiotowego** wyróżnia się najogólniej takich uczestników rynku, jak: gospodarstwa domowe (konsumenci), przedsiębiorstwa produkcyjne, banki komercyjne, państwo. Rynek więc w tym ujęciu wyraża ogół stosunków między wyodrębnioną grupą podmiotów występujących w roli sprzedawców i nabywców[8], czyli reprezentujących podaż i popyt na dany towar.

Natomiast **kryterium przedmiotowe** rynku, najczęściej wykorzystywane w klasyfikacjach, ukazuje wiele kategorii czy rodzajów rynków cząstkowych. Bezpośrednio łączy się z przedmiotem wymiany na rynku. I tak m.in. istnieje podział na:

- rynek towarowy, rynek kapitałowy, rynek pracy[9],
- rynek dóbr konsumpcyjnych, rynek dóbr inwestycyjnych, rynek pracy oraz rynek finansowy[10],
- rynki: produktów, usług, pracy i kapitałów pieniężnych[11].

W powyższych klasyfikacjach dostrzec można, iż przedmiotem systematyki rynku jest zazwyczaj towar (dobro, usługa), praca oraz kapitał (kapitały pieniężne,

---

[5] L. Balcerowicz, *Wolność i rozwój*, Wydawnictwo Znak, Kraków 1998, s. 132-136.

[6] *Analiza i funkcjonowanie rynku*, red. J. Perenc, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 1998, s. 4.

[7] *Finanse w gospodarce kapitalistycznej*, red. M. Kucharski, PWN, Warszawa 1986, s. 190-192.

[8] W. Wrzosek, *Funkcjonowanie rynku*, s. 33-37.

[9] A. Sopoćko, *Giełda papierów wartościowych*, AWiM Mediabank S.A., Warszawa 1993, s. 7, 8.

[10] P. Zamora, *Organizacja i funkcjonowanie rynku kapitałowego*, Wydawnictwo AE w Krakowie, Kraków 1992, s. 5.

[11] W. Wrzosek, *Funkcjonowanie rynku*, s. 33.

pieniądz). Ze względu na problematykę opracowania szczegółowo przedstawiony zostanie ostatni z zaprezentowanych przedmiotów wymiany.

Pojęcia, najczęściej charakteryzujące powyższy rynek, odnoszą się do **rynku finansowego** lub **rynku kapitałowego**. W literaturze tematu można spotkać się z różną interpretacją przyjętych podziałów. Można więc wyróżnić takie rynki, jak:

- rynek kapitałowy, dzielony na: rynek czynników produkcji, rynek nieruchomości, rynek papierów wartościowych, rynek kredytowy[12],
- rynek finansowy, dzielony na: rynek pieniężny, rynek kapitałowy, rynek papierów wartościowych, rynek walutowy[13] lub na rynek dewizowy i kredytowy[14], czy też bardziej szczegółowo na: rynek pieniądza, rynek akcji i świadectw udziałowych, rynek bonów skarbowych i obligacji, rynek opcji i innych transakcji terminowych[15],
- w literaturze anglojęzycznej dominuje podział rynku finansowego na rynek kapitału i rynek pieniądza bądź też zamiennie traktuje się pojęcia rynku kredytowego, kapitałowego i rynku obligacji[16], można też spotkać się z podziałem rynku finansowego na rynek akcji, obligacji i pieniądza lub rynek pożyczek i rynek papierów wartościowych[17],
- autorzy niemieccy również bazują na podziale rynku według terminów zapadalności ich instrumentów i wprowadzają rynki pieniężne i kapitałowe, z podziałem na krótko-, średnio- i długoterminowe[18], a także krajowe i międzynarodowe rynki pieniądza i kapitału[19].

Analizując powyższe klasyfikacje rynku finansowego (kapitałowego), zwraca uwagę fakt, iż przedmiotem obrotu na nim jest ogólnie pieniądz, waluta, różnego rodzaju papiery wartościowe, depozyty bankowe, nieruchomości oraz czynniki produkcji. Różnorodność klasyfikacji wskazuje, iż trudno jest w zasadzie wyodrębnić jeden podział tego typu rynku.

---

[12] A. Sopoćko, *Giełda*, s. 7, 8.

[13] *Finanse*, s. 190.

[14] P. Zamora, *Organizacja*, s. 6.

[15] W. Milo, *Finansowe rynki kapitałowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 12.

[16] D. M. Darst, *The Handbook of the Bond and Money Markets*, McGraw-Hill Book Company, New York 1981, s. 122,123.

[17] P. Horvitz, R. Ward, *Monetary Policy and the Financial System*, Prentice Hall, New Jersey 1983, s. 53.

[18] R. Diedrigkeit, *Rynek pieniądza i papierów wartościowych*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1993, s. 15-17.

[19] P. Schaal, *Pieniądz i polityka pieniężna*, PWE, Warszawa 1996, s. 246-279.

Kapitały pieniężne jako zasoby (czy w ujęciu dynamicznym — strumienie) można rozpatrywać z punktu widzenia lokacyjnego oraz pożyczkowego, czyli podaży i popytu na nie. **Na rynku kapitałów pieniężnych** spotykają się więc podmioty je udostępniające, dokonujące lokaty w odpowiednie instrumenty, oferowane na tym rynku przez podmioty, chcące pozyskać kapitały pieniężne. Udostępniając zaś powyższe kapitały pieniężne, lokujący (inwestorzy) uzyskują odpowiedni dodatkowy dochód (najczęściej w postaci procentu), natomiast lokatobiorcy (czy pożyczkodawcy w relacjach wierzycielsko-dłużniczych) ponoszą odpowiedni koszt w zamian za możliwość zamiany otrzymanych kapitałów pieniężnych na pieniądz.

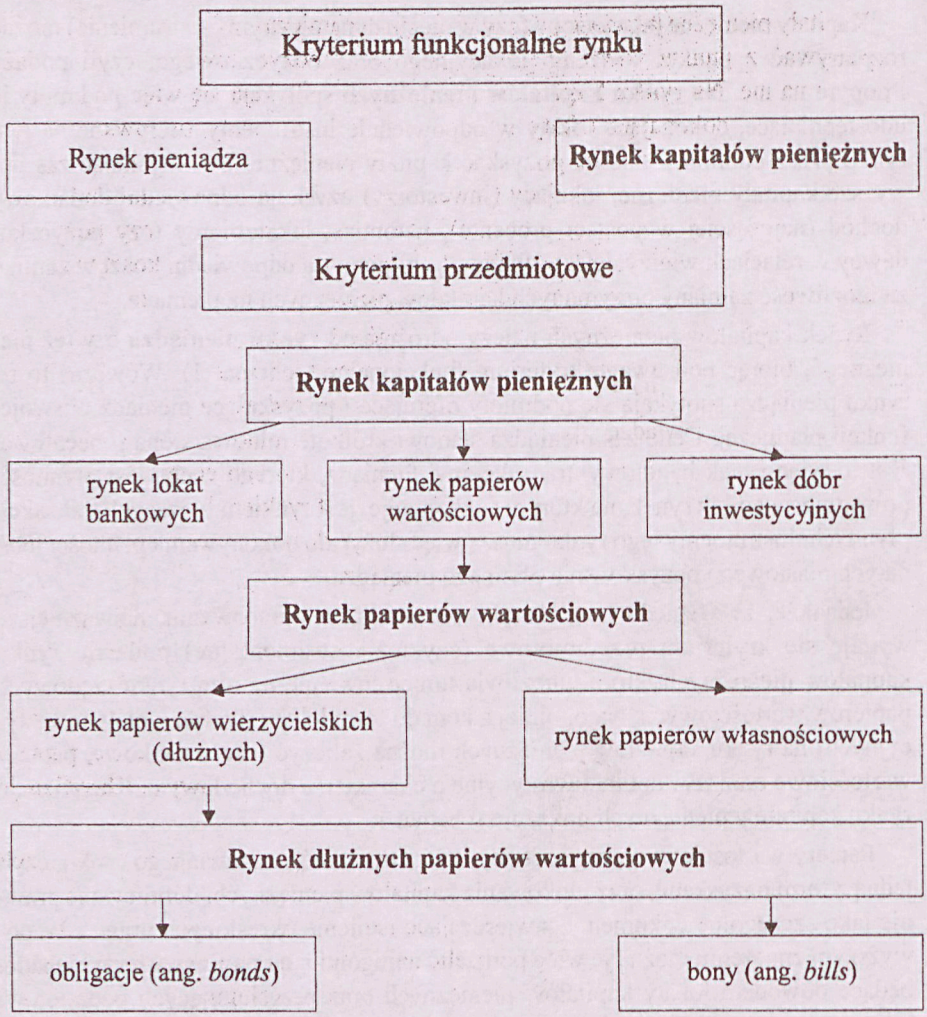
Rynek kapitałów pieniężnych należy odróżnić od **rynku pieniądza** czy też pieniężnego, biorąc pod uwagę kryterium funkcjonalne (schemat 1). Wówczas to na rynku pieniądza spotykają się podmioty oferujące i pozyskujące pieniądz w swojej funkcji płatniczej. Cenę zaś pieniądza stanowi krótkoterminowa stopa procentowa. Jest to więc rynek handlowy, transakcyjny. Pieniądz, którego cechą jest płynność, powoduje zatem, iż rynek, na którym funkcjonuje, jest rynkiem bieżących transakcji płynnych. Instrumenty tego rynku muszą więc służyć do dokonywania płatności lub/i natychmiastowego pozyskiwania płynnego pieniądza.

Jednakże, ze względu na tematykę poruszoną w opracowaniu, najważniejsze wydaje się kryterium przedmiotowe (czy też instrumentalne) podziału rynku kapitałów pieniężnych, które umożliwia umiejscowienie na nim rynku rządowych papierów wartościowych. Najogólniej zatem do form lokaty (instrumentów inwestycyjnych) na rynku kapitałów pieniężnych można zaliczyć lokaty bankowe, papiery wartościowe oraz tzw. dobra inwestycyjne o charakterze dochodowym. Klasyfikację rynku kapitałów pieniężnych pokazuje schemat 1.

Papiery wartościowe są zatem jednym z instrumentów omawianego rynku, czyli jedną z form pozyskania oraz ulokowania kapitałów pieniężnych, definiowane prawnie jako szczególne dokumenty, stwierdzające istnienie określonych praw[20]. W powyższym znaczeniu można je więc podzielić najogólniej na **papiery wierzycielskie**, będące dowodem lokaty kapitałów pieniężnych oraz przysługujących podmiotowi lokującemu praw z tego tytułu do uzyskania odpowiedniego procentu (są to więc jednocześnie **papiery dłużne**, będące dowodem zaciągnięcia pożyczki oraz ciążących z tego tytułu na podmiocie uzyskującym kapitały pieniężne obowiązków jej spłaty), oraz **papiery własnościowe**, które dodatkowo dają prawo do współwłasności majątkowych.

W literaturze zarówno polskiej, jak i obcojęzycznej występuje często podział papierów wartościowych, klasyfikujący je ze względu na okres zapadalności na krótkoterminowe – do 1 roku i długoterminowe – powyżej 1 roku. Podział ten tłumaczy się względami rozliczeniowymi, jest on jednak wprowadzony czysto teoretycznie.

[20] J. Mojak, *Prawo papierów wartościowych*, wyd. 9 zaktualizowane – stan prawny na dzień 15 lipca 1999 r., Lubelskie Wydawnictwa Prawnicze, Lublin 1999, s. 1.



Schemat 1. Klasyfikacja rynku kapitałów pieniężnych
Źródło: Opracowanie własne

Z tego też względu zapewne rozróżniono pojęcie bonu i obligacji. Nie jest ono jednak wszędzie jednolite zarówno pod względem konstrukcyjnym, jak i okresu zapadalności. Ogólnie jednak dla lepszej przejrzystości można wprowadzić podział na **krótkoterminowe papiery dłużne**, czyli bony i **długoterminowe papiery dłużne**, czyli obligacje. W ten sposób bony, traktowane jako papiery wartościowe służące w praktyce do zarządzania bieżącą płynnością podmiotów instytucjonalnych (tzw. *cash management papers*), klasyfikowane są jako instrumenty **rynku krótkotermino-**

wego kapitałów pieniężnych (jednak ze względu na powyższy teoretyczny podział według terminu zapadalności często przypisywane do rynku pieniężnego), z kolei obligacje należą do **rynku długoterminowego kapitałów pieniężnych**.

2. Struktura rynku rządowych papierów wartościowych

Podstawowa klasyfikacja, pozwalająca bezpośrednio wyodrębnić rynkowy obszar badawczy, będący tematyką opracowania, dzieli papiery dłużne zgodnie z hierarchią ich emitentów, mogących dany instrument pożyczkowo-lokacyjny zaoferować na rynku. W związku z tym papiery rynku kapitałów pieniężnych można podzielić na:

- emitowane przez władze centralne:
  - **papiery rządowe (skarbowe)** (ang. *treasury papers*), których emitentem jest najogólniej rząd (Ministerstwo Finansów lub Ministerstwo Skarbu),
  - emitowane przez bank centralny papiery wartościowe (przykładowo bony pieniężne NBP, certyfikaty dłużne EBC),
- papiery komunalne (ang. *municipal papers),* emitowane przez władze lokalne,
- papiery bankowe, certyfikaty depozytowe itp. (ang. *deposit certificates*), emitowane przez banki komercyjne,
- papiery komercyjne (ang. *commercial papers*), emitowane przez przedsiębiorstwa.

Na tej podstawie można zatem stwierdzić, iż **rynek rządowych papierów wartościowych stanowi jeden z segmentów rynku kapitałów pieniężnych**, który ze względu na pozycję ich emitenta jest niewątpliwie bardzo znaczący, w większości krajów również największy i najpłynniejszy[21].

W przypadku omawianego typu papierów wartościowych, wprowadzając kryterium ich zapadalności, wyodrębnia się **rynek krótkoterminowy**, którego przedmiotem są bony skarbowe, oraz **rynek obligacji długoterminowych**.

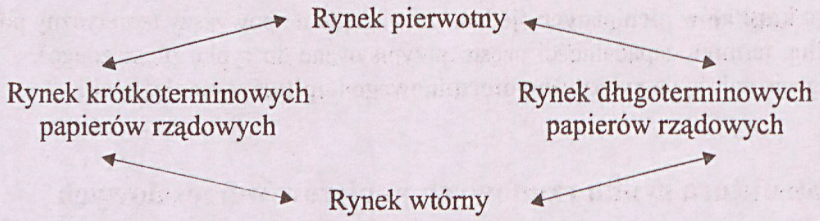
Kolejna klasyczna klasyfikacja dzieli omawiany rynek ze względu na możliwości ich dalszego obrotu na **pierwotny**, gdzie następuje emisja papieru wartościowego, oraz **wtórny**, na którym występuje możliwość jego dalszego obrotu.

Proste zależności pomiędzy powyższymi segmentami rynku instrumentów skarbowych przedstawia schemat 2.

Oprócz powyższych klasycznych klasyfikacji omawianego rynku stosuje się podział dotyczący **rynku wtórnego**, uwzględniający możliwe formy organizacji obrotu papierami rządowymi (schemat 3).

---

[21] R. S. Koszer, *Global Government Securities Markets, Economics and Politics of Recent Market Microstructure Reforms*, w: *The Debt Burden and its Consequences for Monetary Policy*, ed. G. Calvo, M. King, International Economic Association 1998, s. 86.



Schemat 2. Podział rynku rządowych papierów wartościowych ze względu na termin zapadalności papierów wartościowych oraz możliwość ich dalszego obrotu

Źródło: Opracowanie własne

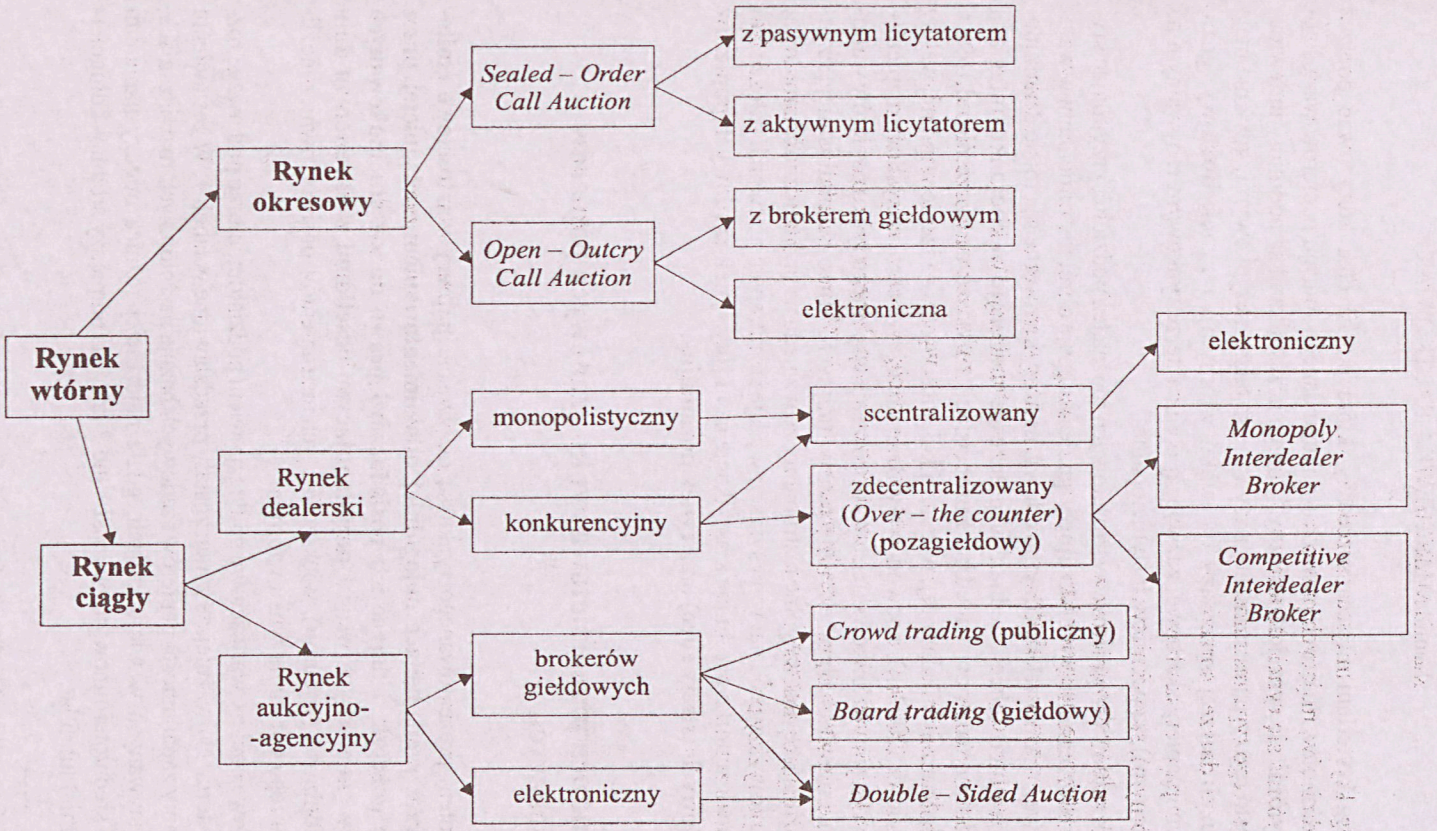
W strukturze rynku wtórnego instrumentów rządowych wyróżnia się zatem dwa podstawowe typy, czyli **rynek okresowy** (ang. *periodic market*), na którym handel papierami rządowymi odbywa się z przerwami, oraz **rynek ciągły** (ang. *continuous market*). Pierwszy charakteryzuje się przede wszystkim dużą płynnością i głębokością.

Na organizowanych tzw. szybkich aukcjach (*call auction*) dokonuje się dużej liczby transakcji po cenach wynikających z popytu i podaży na dany papier, brak jest podwójnych kwotowań oraz efektu skali, co powoduje niskie koszty „pośredniczące"; występuje też wysoka przejrzystość rynku, gdzie wszyscy uczestnicy traktowani są w sposób jednakowy. Rynek ten dzieli się dalej na dwa kolejne (*Sealed – Order* oraz *Open – Outcry Auction*), przede wszystkim w zależności od sposobu przyjmowania i doboru odpowiednich ofert cenowych uczestników aukcji, a dalej w zależności od rodzaju aukcjonerów (licytujących) i pośredników w przeprowadzanych transakcjach na danym rynku.

Z kolei **rynek ciągły** pozwala na wprowadzenie bardziej elastycznych technik kupna i sprzedaży papierów rządowych. Główną jego zaletą jest przede wszystkim stały dostęp do informacji na tematy cen, transakcji oraz bieżących warunków rynku. Dzieli się on na dwa podstawowe typy: **rynek dealerski**, na którym transakcje przeprowadzane są za pomocą pośredników (dealerów), oraz **rynek aukcyjno-agencyjny**, gdzie transakcje dokonywane są na scentralizowanych aukcjach. W dalszej kolejności powyższe rynki dzielone są odpowiednio ze względu na pozycję pośredników, rodzaj oraz formę przeprowadzanych transakcji papierami rządowymi.

Szczególnie istotne jest wyodrębnienie zastosowanej technologii elektroniczno-informatycznej, która szybko zmienia strukturę omawianego rynku, poprawiając jego wydajność oraz tworząc możliwości wprowadzania nowych rozwiązań w zakresie handlu wtórnego papierami rządowymi, co częściowo wykorzystywane jest również przez emitentów w technikach sprzedaży na rynku pierwotnym[22].

[22] Szerzej na temat powyższych segmentów rynku wtórnego papierów rządowych w: P. Dattels, *Microstructure of Government Securities Markets*, IMF, Working Papers 1995, no. 117.



Schemat 3. Klasyfikacja rynku wtórnego rządowych papierów wartościowych według kryterium obrotu

Źródło: P. Dattels, *Microstructure of Government Securities Markets*, IMF, Working Papers 1995, no. 117

Według kryterium miejsca sprzedaży, które można charakteryzować poprzez rodzaj podmiotów, mających prawo do zakupu danego rodzaju papierów wartościowych, wyróżnia się **rynek detaliczny**, którego uczestnikami są podmioty indywidualne (często tego typu instrumenty nazywane są także nierynkowymi, gdyż nie mają one klauzuli dalszej sprzedaży na rynku wtórnym), i **rynek hurtowy**, gdzie kupującymi papiery skarbowe, zazwyczaj o charakterze rynkowym (zbywalnym na rynku wtórnym), są podmioty instytucjonalne[23].

Rynek rządowych papierów wartościowych można też podzielić, przyjmując kryterium przestrzenne, na **rynek krajowy**, gdzie następuje obrót instrumentami w walucie krajowej, oraz **rynek międzynarodowy**, na który kierowane są emisje denominowane w walucie obcej. Jednak współczesne tendencje w kierunku integracji i globalizacji rynku, powstanie Unii Europejskiej, a zwłaszcza utworzenie od 1999 r. Unii Gospodarczej i Walutowej, w dalszej kolejności wprowadzenie wspólnej waluty (całkowicie od 2002 r.), spowodowały denominację w euro wszystkich papierów rządowych krajów członkowskich oraz utworzenie wspólnego rynku papierów wartościowych, emitowanych przez rządy państw unijnych. Mimo iż nadal istnieją czynniki wyróżniające poszczególne instrumenty ze względu na przynależność narodową, to jednak powyższy podział w tej sytuacji wydaje się nie spełniać swoich założeń. Na tej podstawie autorka przyjmuje klasyfikację na **unijny rynek rządowych papierów wartościowych (strefy euro)** oraz **rynek pozaunijny**.

3. Struktura przedmiotowa rynku rządowych papierów wartościowych

Przedmiotem prezentowanego rynku są oczywiście **papiery wartościowe emitowane przez rząd, będące najogólniej udokumentowaniem zaciągniętej przez państwo pożyczki i dające ich posiadaczowi prawo do zwrotu ulokowanych kapitałów pieniężnych wraz z przysługującymi odsetkami w określonym dniu ich zapadalności (wykupu).** Większość z tych instrumentów posiada również możliwość dalszego obrotu na rynku wtórnym.

Rządowe papiery wartościowe podlegają wielu podziałom, biorąc pod uwagę rozmaite kryteria. Najważniejsze z nich zostały przedstawione w tabeli 1. W zestawieniu tym terminy zapadalności papierów rządowych bazują na zbiorczych rozwiązaniach, wykorzystywanych w wielu krajach, gdzie najczęściej różnica między papierami krótko- i średnioterminowymi wynosi 1 lub 2 lata, zaś pomiędzy średnio- i długoterminowymi 4 lub 5 lat.

---

[23] R. McConnachie, *The Retail Market for Government Debt*, Center for Central Banking Studies, Bank of England 1997, s. 8, 9.

Tabela 1

Klasyfikacja rządowych papierów wartościowych

Kryterium	Rodzaje rządowych papierów wartościowych
Według terminu zapadalności	krótkoterminowe – **bony** lub **weksle skarbowe** (ang. *treasury bills*)
	średnioterminowe – **noty skarbowe** (ang. *treasury notes*)
	długoterminowe — **obligacje skarbowe** (ang. *treasury bonds*)
Według miejsca sprzedaży i waluty	rynkowe instrumenty w walucie krajowej
	nierynkowe instrumenty w walucie krajowej
	instrumenty w walucie obcej
Według rodzaju oprocentowania	dyskontowe
	stałoprocentowe
	zmiennoprocentowe
	indeksowane
Z dodatkową opcją (dotyczy instrumentów długookresowych)	z możliwością wcześniejszego odkupu (ang. *callable* – z opcją *call* lub *putable* – z opcją *put)*
	zamienne

Ź r ó d ł o: Opracowanie własne m.in. na podstawie: A. Missale, *Public Debt Managent*, Oxford University Press, New York 1999, s. 57-70.

Papiery rządowe dzieli się także na instrumenty o charakterze nierynkowym, zazwyczaj skierowane do podmiotów indywidualnych (detalicznych), jako korzystna forma lokaty ich oszczędności (są to przede wszystkim obligacje długoterminowe – oszczędnościowe), i dominujące papiery rynkowe, nabywane na rynku hurtowym przez podmioty instytucjonalne, które mogą je następnie zbywać na rynku wtórnym przed ich terminem wykupu.

Kryterium oprocentowania wyodrębnia przede wszystkim papiery stałoprocentowe, w tym dyskontowe, charakterystyczne dla bonów skarbowych, oraz tzw. kuponowe, dotyczące obligacji skarbowych. Oprócz tego standardowo występuje oprocentowanie zmienne, gdzie uwagę zwracają papiery indeksowane, których dochód obliczany jest najczęściej na podstawie krajowych indeksów cen konsumpcyjnych.

Ostatni podział zaprezentowany w powyższej tabeli nie jest standardem, ale może służyć jako dodatkowa opcja papierów rządowych (głównie długoterminowych), która daje możliwość pożyczkobiorcy (rządowi) do wcześniejszego wykupu danego instrumentu (*callable bonds*). Ta klauzula jest najczęściej wykorzystywana. Druga z form pozwala podmiotowi lokującemu (właścicielowi papieru rządowego) na

wcześniejsze zbycie danego instrumentu jego emitentowi (*putable bonds*). To rozwiązanie jest rzadziej stosowane. Ostatnia z opcji oferuje możliwość zamiany danego papieru na instrument o dłuższym okresie wykupu przed pierwotną datą jego zapadalności.

Oprócz standardowych typów papierów rządowych na rynku pojawiają się także instrumenty o bardzo krótkich terminach zapadalności (kilkudniowych), emitowane przez niektóre państwa. Należy je odróżnić od typowych bonów skarbowych. Są to tzw. bony służące zarządzaniu płynnością (ang. *cash management bills*), które różnią się często od tych ostatnich konstrukcją oraz techniką sprzedaży.

Uwzględniając z kolei tendencje do integracji czy globalizacji rynków, można wprowadzić podział na rządowe walory o zasięgu krajowym (emitowane na rynku wewnętrznym) oraz zagranicznym (emitowane na rynku zewnętrznym, zwanym też *offshore* lub eurorynkiem)[24].

4. Struktura podmiotowa rynku rządowych papierów wartościowych

Podmiotowa charakterystyka rynku rządowych papierów wartościowych w zasadzie sprowadza się do zdefiniowania ról oraz funkcji, jakie spełniają poszczególni jego uczestnicy.

Najogólniej bowiem, uwzględniając podstawy prawne, specyfikę konstrukcyjną oraz zasady emisji i obrotu danego kraju, na omawianym rynku po stronie popytu na papiery rządowe może wystąpić każdy rodzaj podmiotu, jaki chce dokonać lokaty kapitałów pieniężnych. Stronę podaży powyższych instrumentów najogólniej reprezentuje rząd. Oprócz tego szczególną rolę przypisuje się pośrednikom i agentom. Poniżej zaprezentowana zostanie charakterystyka poszczególnych grup podmiotów, które stanowią strukturę omawianego rynku. W rynku rządowych papierów wartościowych uczestniczą zatem emitent, pośrednicy i inwestorzy.

Emitent – reprezentuje stronę podaży papierów wartościowych, czyli jednocześnie popytu na kapitały pieniężne. Jest nim zazwyczaj **Ministerstwo Finansów** lub **Ministerstwo Skarbu**, ale funkcje te może również przejąć bank centralny, w zależności od jego struktury oraz zakresu kompetencji obowiązujących w poszczególnych krajach. W niektórych państwach zakres działań emisyjnych przekazany został specjalnie powołanym do pełnienia tej funkcji tzw. **agencjom zarządzania długiem publicznym**.

[24] We wrześniu 1989 r. wyemitowano także pierwsze obligacje globalne Banku Światowego.

Są to więc podmioty odpowiedzialne za opracowywanie planów oraz strategii emisji papierów wartościowych na rynek w celu finansowania deficytu, długu publicznego czy też bieżącego pokrywania płynnościowych potrzeb pożyczkowych rządu. Niewątpliwie jednak współcześnie realizacja tych zamierzeń możliwa jest tylko w wyniku wzrostu wydajności rynku rządowych papierów wartościowych. Jest to więc podmiot, który będzie odgrywał najważniejszą rolę w realizacji omawianych zadań. Prowadzone zatem w wielu rozwiniętych krajach reformy w polityce zarządzania długiem publicznym powodują zmianę struktur i organizacji analizowanego rynku.

Pośrednicy (agenci). Najważniejszą rolę tzw. **agenta emisji**, czyli organizatora przetargów pierwotnej sprzedaży papierów skarbowych, odgrywa zazwyczaj **bank centralny**. W tym zakresie może również dokonywać operacji rozliczeniowych i clearingowych, gromadzić depozyty papierów rządowych, a poprzez wykorzystanie papierów rządowych w operacjach otwartego rynku oddziaływać na rozwój ich rynku wtórnego.

Oprócz banku centralnego rolę pośredników mogą odgrywać specjalnie do tego powołane podmioty (zazwyczaj banki komercyjne, instytucje finansowe), które w ramach określonych warunków pełnią funkcje tzw. **dealerów rynku pieniężnego** (ang. *primary dealers*). Do ich zadań zalicza się przede wszystkim uczestnictwo w aukcjach emisji rządowych papierów wartościowych, działania jako tzw. stabilizatorów cenowych (ang. *price stabilizer*) na rynku wtórnym poprzez absorbowanie nierównowagi między popytem i podażą na papiery skarbowe[25], przekazywanie informacji uczestnikom rynku, wprowadzanie innowacji rynkowych; zajmują się także edukacją inwestorów poprzez intensywną promocję, mają również prawo (często wyłączne) do uczestnictwa w operacjach otwartego rynku banku centralnego. Ich zadaniem jest przede wszystkim zapewnienie płynnego rynku rządowych papierów wartościowych.

Wśród uczestników rynku pośredniczących w obrocie omawianymi walorami wyróżnia się także **brokerów giełdowych** (*market–makerów*) oraz urzędy pocztowe, zajmujące się zazwyczaj dystrybucją instrumentów rządowych przeznaczonych dla inwestorów detalicznych, oraz inne instytucje (agencje) specjalnie powołane do pełnienia powyższej funkcji.

Inwestorzy – reprezentują stronę popytu na instrumenty skarbowe, czyli podaży kapitałów pieniężnych. Tę kategorię uczestników rynku rządowych papierów wartościowych można najprościej podzielić na: sektor bankowy oraz pozostały sektor

[25] V. Sundararajan, P. Dattels, *Public Debt and Monetary Management in Transition Economies,* w: V. Sandarajan, P. Dattels, H. J. Bloomenstein, *Coordinating Public Debt and Monetary Management*, IMF 1997, s. 24.

podmiotów inwestycyjnych lub krajowe podmioty instytucjonalne, krajowe podmioty indywidualne oraz podmioty zagraniczne[26].

W ramach sektora bankowego zaliczyć tutaj można **bank centralny**. W tym przypadku trudno mówić o konkretnych działaniach inwestycyjnych, ponieważ w krajach, w których nie obowiązuje zakaz finansowania budżetu przez bank centralny, władze monetarne, przyjmując funkcje kredytodawcy ostatniej szansy, udzielają rządowi pożyczek pod zastaw skarbowych papierów wartościowych, które mogą być dalej wykorzystywane w polityce monetarnej w ramach interwencji na otwartym rynku. Najważniejszą i często największą jednak grupę inwestorów badanego rynku stanowią **banki komercyjne**.

W ramach pozabankowego sektora finansowego do podmiotów lokujących w rządowe walory można zaliczyć **fundusze inwestycyjne** oraz **firmy ubezpiecze-**

Tabela 2

Funkcje pełnione przez podmioty rynku rządowych papierów wartościowych

Funkcje	Ministerstwo Finansów (Skarbu)	Bank centralny	Banki komercyjne	Instytucjonalne podmioty niebankowe	Podmioty indywidualne
Emisyjna	+	+			
Inwestycyjna		+	+	+	+
Pośrednictwa w zakupie na rynku pierwotnym			+	+	
Pośrednictwa w obrocie na rynku wtórnym			+	+	
Organizatora emisji		+			
Regulacyjna	+				
Rozliczeniowa		+	+		
Depozytowa		+			
Promocyjna	+		+		
Rozwoju rynku wtórnego	+	+	+		
Informacyjna	+	+	+	+	
Nadzorcza	+				

Źródło: Opracowanie własne.

[26] S. Gray, *The Management of Government Debt*, Handbooks in Central Banking no. 5, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, 1997, s. 16.

niowe, które w zasadzie inwestują kapitały pieniężne w imieniu innych podmiotów. Można zatem zaliczyć je również do instytucji pośredniczących (głównie rynku wtórnego). Sektor pozabankowy obejmuje również **przedsiębiorstwa**, inwestujące w papiery rządowe swoje nadwyżki.

Odrębną kategorię stanowią **podmioty indywidualne**, które najczęściej dokonują lokaty na rynku detalicznym w specjalnie dla nich skonstruowane papiery rządowe.

Zaprezentowane podmioty są podstawowymi grupami uczestników przede wszystkim na rynkach wewnętrznych większości państw. Należy jednak zwrócić uwagę, iż na zintegrowanym rynku unijnym (przede wszystkim strefy euro) możliwość zakupu i sprzedaży omawianych papierów w ostatnim okresie znacznie się rozszerzyła. W związku z tym powiększył się krąg uczestników rynku rządowych papierów wartościowych, dlatego przykładowo kategoria **podmiotów zagranicznych** dotyczyć powinna już w tym przypadku rynku pozaunijnego.

W tabeli 2 przedstawiono główne grupy podmiotów rynku papierów rządowych, uwzględniając pełnione przez nich funkcje zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym. Zestawienie to zostało opracowane na podstawie najczęściej pełnionych ról przez poszczególne podmioty na krajowych rynkach papierów rządowych wielu państw.

Podsumowanie

Wyróżnienie rynku rządowych papierów wartościowych w segmentacji rynku kapitałów pieniężnych wydaje się istotne, przede wszystkim z punktu widzenia wielkości i wagi tego rynku zarówno w skali narodowej, jak i w obliczu procesów integracyjnych, zmierzających do ujednolicenia zasad jego funkcjonowania o zasięgu międzynarodowym. Stanowi on bowiem podstawowy i bazowy rynek dla innych segmentów, m.in. rynku papierów komunalnych czy też prywatnych (komercyjnych).

Podobnie zmiany, jakie dokonują się na badanym rynku w ostatnich latach, mają bezpośredni wpływ zarówno na jego strukturę przedmiotową, czyli instrumenty na nim występujące, które pod wpływem bieżących reform w wielu krajach zmieniają swoją konstrukcję, zasady emisji i obrotu, jak i podmioty, które zyskują coraz więcej możliwości oddziaływania na ten rynek, a przez to powodują jego rozwój.

W związku z tym znajomość podstawowych struktur rynku rządowych papierów wartościowych jest kluczowa dla kontynuacji bardziej szczegółowej analizy poszczególnych czynników (popytowych, podażowych), oddziałujących na zmiany, dokonujące się w analizowanym segmencie rynku kapitałów pieniężnych.

OBJECT AND SUBJECT STRUCTURE OF THE MARKET OF GOVERNMENT SECURITIES IN THE SEGMENTATION OF MONEY CAPITAL MARKET

Summary

The market of government securities is one of the segments of the market of money capital. It is frequently characterized as a basic market for the remaining segments, particularly commercial and municipal instruments. The author presents an object and a subject characteristics of the structure of the market of government debt instruments, conducting a multi-criteria detailed analysis. Its aim was to identify the principles of functioning of the discussed market and to provide the basis for further research into demand-supply and price factors being shaped in a certain place at a certain time.