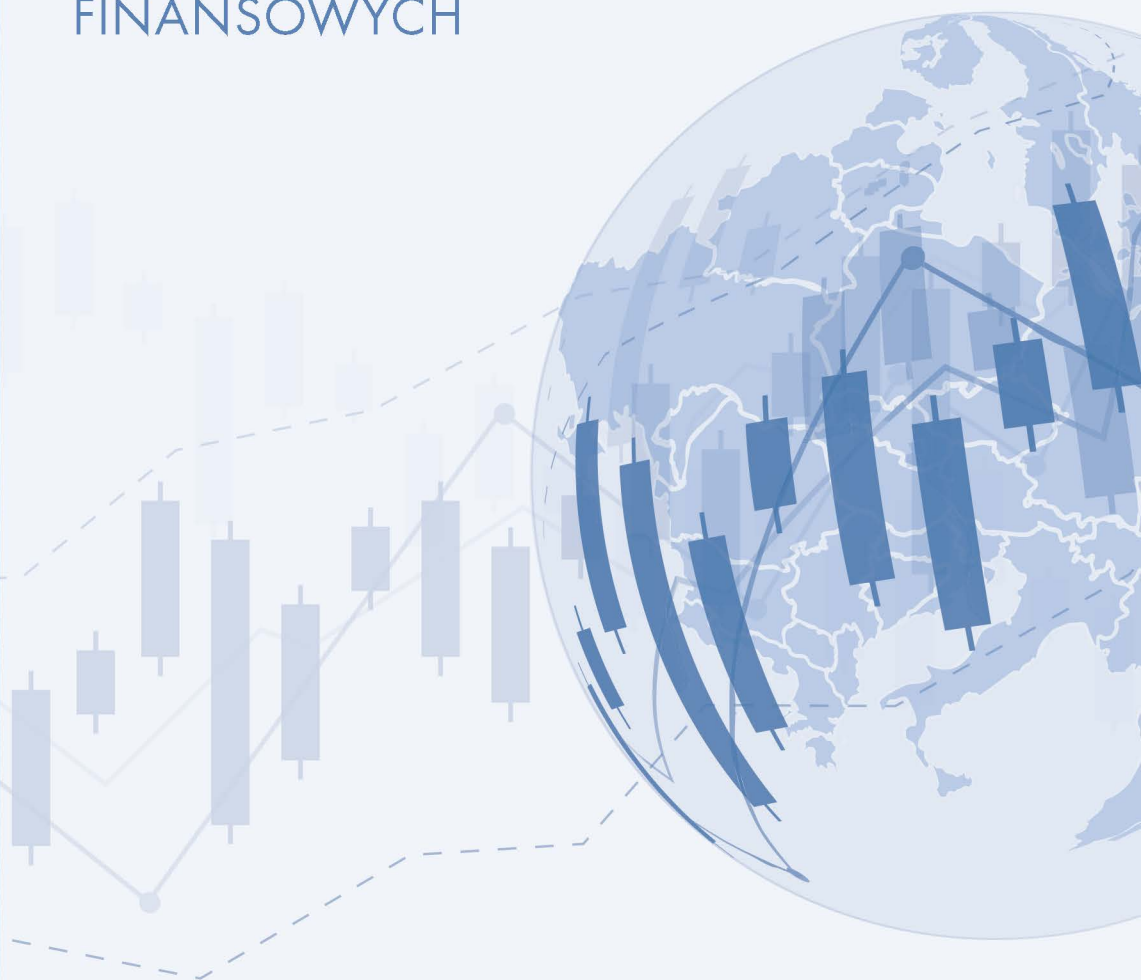


Magdalena Mosionek-Schweda

DETERMINANTY ROZWOJU
EUROPEJSKICH GIEŁDOWYCH RYNKÓW
DŁUŻNYCH INSTRUMENTÓW
FINANSOWYCH



Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego

DETERMINANTY ROZWOJU
EUROPEJSKICH GIEŁDOWYCH RYNKÓW
DŁUŻNYCH INSTRUMENTÓW
FINANSOWYCH

Magdalena Mosionek-Schweda

DETERMINANTY ROZWOJU
EUROPEJSKICH GIEŁDOWYCH RYNKÓW
DŁUŻNYCH INSTRUMENTÓW
FINANSOWYCH

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego
Gdańsk 2020

Recenzent
dr hab. Tomasz Miziołek, prof. UŁ

Redaktor Wydawnictwa
Katarzyna Ambroziak

Projekt okładki i stron tytułowych
Filip Sendal

Skład i łamanie
Mariusz Szewczyk

Publikacja dofinansowana ze środków dziekana
Wydziału Ekonomicznego Uniwersytetu Gdańskiego

© Copyright by Uniwersytet Gdański
Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego

ISBN 978-83-8206-107-9

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

Wykaz ważniejszych skrótów	9
Wstęp	11
Rozdział 1	
Rynek dłużnych instrumentów finansowych jako element rynku finansowego	19
1.1. Pojęcie, funkcje i klasyfikacja rynku finansowego	19
1.2. Giełda papierów wartościowych jako instytucja obrotu instrumentami finansowymi	26
1.3. Teoretyczne aspekty rynku dłużnych instrumentów finansowych	31
1.4. Wskaźniki rozwoju rynku dłużnych instrumentów finansowych	41
1.5. Rys historyczny rynku dłużnych instrumentów finansowych	49
Rozdział 2	
Determinanty rozwoju rynków dłużnych instrumentów finansowych – krytyczno-poznawczy przegląd literatury	57
2.1. Ekonomiczne i pozaekonomiczne czynniki rozwoju rynków dłużnych instrumentów finansowych w badaniach naukowych	57
2.2. Rozwój rynku dłużnych instrumentów finansowych a wzrost gospodarczy	75
2.3. Przesłanki wspierania rozwoju rynku dłużnych instrumentów finansowych	81
Rozdział 3	
Organizacja i funkcjonowanie wybranych europejskich giełdowych rynków dłużnych instrumentów finansowych	85
3.1. Procedura selekcji giełd papierów wartościowych do badania empirycznego	85
3.2. Charakterystyka wybranych giełd papierów wartościowych	91
3.3. Analiza porównawcza wybranych giełdowych rynków dłużnych instrumentów finansowych – aspekty organizacyjno-prawne	188
3.4. Analiza porównawcza wybranych giełdowych rynków dłużnych instrumentów finansowych w ujęciu ilościowym	200

Rozdział 4

Determinanty rozwoju europejskich giełdowych rynków dłużnych instrumentów finansowych w świetle wyników badania empirycznego	205
4.1. Strategia badawcza oraz weryfikowane hipotezy	205
4.2. Analiza dynamiki zmian na badanych rynkach dłużnych instrumentów finansowych	218
4.3. Analiza czynników determinujących rozwój giełdowych rynków dłużnych instrumentów finansowych	226
4.4. Identyfikacja determinant rozwoju giełdowych rynków dłużnych instrumentów finansowych – wyniki badania empirycznego	247
4.5. Modelowe ujęcie uwarunkowań rozwoju giełdowego rynku dłużnych instrumentów finansowych wraz z rekomendacjami dla decydentów	259
Zakończenie	267
Załączniki	273
Bibliografia	281
Spis tabel	305
Spis rysunków	309
Spis załączników	311

*Laurce, Mariuszowi i moim Rodzicom
w podziękowaniu za wsparcie i wyrozumiałość*

Wykaz ważniejszych skrótów

ABS	<i>asset-backed securities</i> (papiery wartościowe zabezpieczone aktywami)
ASE	Athens Stock Exchange (Giełda Papierów Wartościowych w Atenach)
ASM	Atlantic Securities Market (Atlantycki Rynek Papierów Wartościowych)
ASO	alternatywny system obrotu
ATHEX	Athens Exchange (Giełda Papierów Wartościowych w Atenach)
BIS	Bank for International Settlements (Bank Rozrachunków Międzynarodowych)
BIT	Borsa Italiana (Włoska Giełda Papierów Wartościowych)
BSE	Bulgarian Stock Exchange (Bułgarska Giełda Papierów Wartościowych)
BSSE	Bratislava Stock Exchange (Giełda Papierów Wartościowych w Bratysławie)
BVL	Bolsa de Valores de Lisboa e Porto (Giełda Papierów Wartościowych w Lizbonie)
CEESEG	CEE Stock Exchange Group, Central and Eastern Europe Stock Exchange Group
CPI	Consumer Price Index (wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych)
CSE	Cyprus Stock Exchange (Cypryjska Giełda Papierów Wartościowych)
EOG	Europejski Obszar Gospodarczy
ETC	<i>exchange-traded commodity</i>
ETF	<i>exchange-traded fund</i> (fundusz inwestycyjny, którego tytuły uczestnictwa notowane są na giełdzie papierów wartościowych)
ETN	<i>exchange-traded note</i>
FESE	Federation of European Stock Exchanges (Federacja Europejskich Giełd Papierów Wartościowych)
FRED	Federal Reserve Bank of St. Louis (Bank Rezerw Federalnych w St. Louis)
GEM	Global Exchange Market
GPW	Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.
HDI	Human Development Index (Wskaźnik Rozwoju Społecznego)
ICMA	International Capital Market Association (Międzynarodowe Stowarzyszenie Rynku Kapitałowego)
ICRG	International Country Risk Guide

Wykaz ważniejszych skrótów

IFC	International Finance Corporation (Międzynarodowa Korporacja Finansowa)
IMF	International Monetary Fund (Międzynarodowy Fundusz Walutowy)
IPO	<i>initial public offering</i> (pierwsza oferta publiczna papierów wartościowych)
ISE	Irish Stock Exchange (Irlandzka Giełda Papierów Wartościowych)
ISM	International Securities Market
JST	jednostki samorządu terytorialnego
KNF	Komisja Nadzoru Finansowego
KPD	krótkoterminowy papier dłużny
LEI	Legal Entity Identifier (Identyfikator Osoby Prawnej)
LJSE	Ljubljana Stock Exchange (Giełda Papierów Wartościowych w Lublanie)
LSE	London Stock Exchange (Londyńska Giełda Papierów Wartościowych)
MBS	<i>mortgage-backed securities</i> (hipoteczny list zastawny)
MFSA	Malta Financial Services Authority (Maltański Urząd ds. Usług Finansowych)
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive (Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE, Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, s. 349)
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation (Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012, Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, s. 84)
MSE	Malta Stock Exchange (Maltańska Giełda Papierów Wartościowych)
MŚP	małe i średnie przedsiębiorstwa
MTF	<i>multilateral trading facility</i> (wielostronny system obrotu)
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development (Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju)
OTC	<i>over-the-counter</i> (rynek pozagiełdowy)
PDA	prawo do akcji
PPS	<i>purchasing power standard</i> (standard siły nabywczej)
PSE	Prague Stock Exchange (Praska Giełda Papierów Wartościowych)
PSM	Professional Securities Market
ROA	<i>return on assets</i> (wskaźnik rentowności aktywów)
SIX	SIX Swiss Exchange (Szwajcarska Giełda Papierów Wartościowych)
SPV	<i>special purpose vehicle</i> (spółka specjalnego przeznaczenia, spółka celowa)
SPW	skarbowe papiery wartościowe
UKLA	United Kingdom Listing Authority
WEF	World Economic Forum (Światowe Forum Ekonomiczne)
WFE	World Federation of Exchanges (Światowa Federacja Giełd)
ZSE	Zagreb Stock Exchange (Giełda Papierów Wartościowych w Zagrzebiu)

Wstęp

Rynek dłużnych instrumentów finansowych jest ważnym segmentem systemu finansowego i stanowi jeden z kluczowych filarów gospodarki rynkowej. Jego geneza sięga XII w. i związana jest z potrzebami pożyczkowymi władz publicznych. Pierwsze emisje dłużnych instrumentów finansowych przeprowadzone przez władze wielu włoskich miast miały charakter przymusowej pożyczki nałożonej na bogatych mieszkańców. Pozyskane w ten sposób środki były wykorzystywane głównie na finansowanie rosnących wydatków wojennych, które nie mogły być pokrywane z regularnych źródeł, np. podatków. W ten sposób emisja instrumentów dłużnych stała się nowym źródłem finansowania wydatków publicznych, komplementarnym wobec nałożonych na obywateli obowiązków podatkowych. Ta przymusowa pożyczka była formą obligacji kuponowych bez określonego terminu wykupu, bowiem władze zobowiązywały się płacić pożyczkodawcom regularne odsetki aż do momentu zwrotu kapitału, który miał nastąpić, gdy miasto będzie posiadało wystarczające środki finansowe. Kluczowe dla ówczesnego rozwoju rynku obligacji było dostrzeżenie przez ich posiadaczy możliwości sprzedaży tych instrumentów bez konieczności oczekiwania na nadejście terminu zwrotu kapitału, szczególnie że był on nieokreślony. W ten sposób narodził się rynek wtórny (z czasem również giełdowy), a emitowane na czas nieokreślony instrumenty dłużne, powstałe początkowo na bazie przymusu, z czasem zyskały akceptację społeczną jako instrumenty, które nie tylko przynoszą regularny i pewny dochód, ale również, w zależności od potrzeby, mogą być nabywane i sprzedawane. Ówczesny rozwój rynku dłużnych instrumentów finansowych, podobnie jak obecnie, w ogromnej mierze zależał od zaufania inwestorów do wiarygodności i rzetelności emitentów. Warto też zauważyć, że po dziś dzień rynek ten jest zdominowany przez papiery wartościowe emitowane przez sektor publiczny.

Współczesny światowy rynek dłużnych instrumentów finansowych jest drugim (po aktywach sektora bankowego) największym segmentem rynku finansowego. W 2018 r. całkowita wartość aktywów sektora bankowego

osiągnęła poziom 123,7 bln USD, natomiast rynku instrumentów dłużnych około 102,8 bln USD (Deloitte Center for Financial Services, 2018). Znaczna część tej kwoty dotyczy instrumentów notowanych na giełdach, w 2018 r. było to 76,1 bln USD (World Federation of Exchanges, 2019). Rynek dłużnych instrumentów finansowych stanowi istotne wypełnienie luki na rynku kapitałowym zdominowanym przez rynek instrumentów udziałowych oraz sektor bankowy. Obligacje i inne instrumenty dłużne są w wielu sytuacjach dobrym źródłem finansowania działalności gospodarczej, alternatywnym do kredytu bankowego czy emisji akcji. Dla inwestorów stanowią one dodatkowy instrument inwestycyjny umożliwiający dywersyfikację portfela inwestycyjnego. Zorganizowanie ich emisji i obrotu poprzez sformalizowany i podlegający nadzorowi rynek giełdowy może pomóc wypromować ten rodzaj instrumentu jako formę lokaty kapitału z jednej strony oraz źródło finansowania z drugiej. Tymczasem w wielu krajach rynek giełdowy zdominowany jest przez akcje, a obroty tymi instrumentami i wartości nowych emisji są wyznacznikami stosowanymi przy ocenie rozwoju rynku giełdowego (czy szerzej kapitałowego) w danym kraju. Natomiast rynki dłużnych instrumentów finansowych nie są tak mocno promowane, rozwijają się znacznie słabiej, często bywają zdominowane przez obligacje skarbowe. Relacja wartości notowanych na giełdzie dłużnych instrumentów finansowych do PKB w wielu krajach jest na bardzo niskim poziomie, nie przekraczając w niektórych przypadkach 10%, a udział wartości obrotów tymi instrumentami w PKB nie osiąga nawet 1%. Biorąc pod uwagę ogromne korzyści dla gospodarki z rozwiniętego rynku dłużnych instrumentów finansowych, konieczne jest określenie czynników warunkujących jego rozwój.

Literatura przedmiotu poświęcona rynkom dłużnych instrumentów finansowych jest niezwykle obszerna, przy czym skupia się przede wszystkim na analizie płynności, głębokości, efektywności, zmienności oraz rentowności tych rynków. Wprawdzie liczni autorzy publikują również wyniki badań dotyczących aspektów rozwoju rynków dłużnych instrumentów (np. w zakresie kierunków i poziomu dotychczasowego rozwoju, czynników warunkujących ten rozwój, korzyści z funkcjonowania rozwiniętego rynku instrumentów dłużnych oraz dalszych perspektyw), jednakże odnoszą się one do rynków obligacji ogółem i są przeprowadzane na bazie statystyk publikowanych przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych. Brak jest opracowań uwzględniających rynki instrumentów dłużnych zarządzane przez giełdy papierów wartościowych. Autorka niniejszej monografii podjęła się próby wypełnienia tej luki w literaturze ekonomicznej

i finansowej, skupiając swoje analizy na giełdowych rynkach dłużnych instrumentów finansowych.

Głównym celem publikacji jest opracowanie koncepcji modelu rozwoju giełdowego rynku dłużnych instrumentów finansowych. Ponadto w pracy sformułowano pięć poniższych celów szczegółowych, których realizacja umożliwi osiągnięcie celu głównego:

1. Ocena rozwoju wybranych europejskich giełdowych rynków dłużnych instrumentów finansowych w latach 1997–2017.
2. Identyfikacja podobieństw i różnic w zakresie rozwiązań organizacyjno-prawnych obowiązujących na rynkach dłużnych instrumentów finansowych zarządzanych przez wybrane giełdy papierów wartościowych.
3. Identyfikacja czynników determinujących rozwój rynków dłużnych instrumentów finansowych na podstawie krytyczno-poznawczego przeglądu literatury.
4. Propozycja czynników umożliwiających grupowanie giełd papierów wartościowych ze względu na różne uwarunkowania kraju ich lokalizacji.
5. Estymacja oraz weryfikacja jakościowa i ilościowa modeli opisujących zależności między wskaźnikami rozwoju giełdowych rynków dłużnych instrumentów finansowych a potencjalnymi determinantami ich rozwoju.

W pracy poddano weryfikacji dwie hipotezy badawcze:

Hipoteza 1: Struktura organizacyjna giełdowego rynku dłużnych instrumentów finansowych nie ma wpływu na jego rozmiar mierzony wielkością obrotu tymi instrumentami w relacji do PKB oraz wartością notowanych instrumentów w relacji do PKB.

Hipoteza 2: Zestaw determinant rozwoju giełdowego rynku dłużnych instrumentów finansowych zależy od uwarunkowań ekonomicznych, rynkowych i instytucjonalnych kraju lokalizacji giełdy papierów wartościowych.

Realizacja postawionych celów badawczych oraz weryfikacja sformułowanych hipotez wymagały przyjęcia określonych metod badawczych. W monografii zastosowano metody jakościowe oraz ilościowe. Wśród metod jakościowych wykorzystano analizę krytyczno-poznawczą literatury i dzięki temu określono dotychczasowy stan wiedzy na temat czynników rozwoju rynków dłużnych instrumentów finansowych, a także znaczenie tych rynków dla całego systemu finansowego oraz gospodarki kraju. Dodatkowo posłużono się analizą komparatystyczną i prawną-dogmatyczną, w efekcie czego możliwe było scharakteryzowanie struktury organizacyjnej rynków dłużnych instrumentów finansowych prowadzonych przez analizowane giełdy papierów wartościowych, jak również

określenie ich rozwoju w przyjętym okresie badawczym. Z kolei empiryczna część pracy powstała dzięki wykorzystaniu metod ilościowych, w tym metody opisu statystycznego, analizy własności empirycznych szeregów czasowych oraz ekonometrycznego modelowania danych przekrojowo-czasowych. Przeprowadzone na podstawie otrzymanych wyników empirycznych wnioski oparte jest na indukcji.

Treść niniejszego opracowania została podzielona na cztery rozdziały. Rozdział pierwszy stanowi teoretyczny wstęp do zagadnień związanych z rynkiem dłużnych instrumentów finansowych. Rozdział rozpoczyna przegląd definicji, funkcji oraz klasyfikacji rynku finansowego, w ramach którego funkcjonuje rynek instrumentów dłużnych. Istotę rynku finansowego jako podstawowej kategorii teoretycznej przedstawiono na trzech płaszczyznach, tj. ekonomicznej, organizacyjnej i prawnej. W literaturze przedmiotu zagadnienia te są przedmiotem licznych opracowań, a wnioski płynące z ich analizy ujawniły mnogość i różnorodność ujęć definicyjnych rynku finansowego oraz pełnionych przez niego funkcji. Jeszcze większa różnorodność obserwowana jest w przypadku stosowanych kryteriów klasyfikacji rynku finansowego. Ponieważ przedmiotem analizy w niniejszej publikacji są rynki dłużnych instrumentów finansowych organizowane przez giełdy papierów wartościowych, przedstawiono definicje oraz cechy charakterystyczne tej instytucji, a także realizowane przez nią funkcje.

Dalsza część pierwszego rozdziału poświęcona jest zagadnieniom związanym z rynkiem instrumentów dłużnych. Rozważania te rozpoczynają kwestie teoretyczne, w tym przede wszystkim próba zdefiniowania pojęcia „dłużne instrumenty finansowe” na podstawie analizy literatury oraz aktów prawnych regulujących funkcjonowanie tych instrumentów (w ramach ustawodawstwa Unii Europejskiej oraz polskiego porządku prawnego). W literaturze przedmiotu termin ten oznacza określony dług zamieniony na papier wartościowy przyjmujący różnorodne formy (np. obligacje, listy zastawne, bony, krótkoterminowe papiery dłużne). W ustawodawstwie unijnym dłużne papiery wartościowe zdefiniowane zostały jako obligacje lub inne formy zbywalnych, sekurytyzowanych wierzytelności. Rynek dłużnych instrumentów finansowych obejmuje zatem zarówno instrumenty o charakterze długoterminowym (klasyfikowane do rynku kapitałowego), jak i krótkoterminowym (należące do rynku pieniężnego). W tej części rozdziału dokonano krótkiej charakterystyki podstawowych instrumentów dłużnych. Zwrócono również uwagę na stosowanie terminu „obligacje” nie tylko w ujęciu wąskim, do określenia konkretnie jednego rodzaju instrumentów dłużnych, lecz także w ujęciu szerszym – niejednokrotnie w literaturze

i praktyce używanego w odniesieniu do całego rynku instrumentów dłużnych. Jest to zauważalne szczególnie w literaturze anglojęzycznej, w której termin *bonds* (obligacje) dość powszechnie jest stosowany wymiennie z terminem *debt securities* (instrumenty dłużne). Przedmiotem analiz w niniejszej pracy są całe rynki dłużnych instrumentów finansowych zarządzane przez giełdy, obejmujące w zależności od regulacji obowiązujących na poszczególnych giełdach, obligacje (skarbowe, samorządowe, korporacyjne), ale również listy zastawne, bony skarbowe i krótkoterminowe papiery dłużne. Przyjęcie do analizy całych rynków dłużnych instrumentów finansowych wynika z dążenia autorki do włączenia do badań jak największej liczby giełd papierów wartościowych. Natomiast różnice w prezentowaniu przez poszczególne giełdy danych statystycznych dotyczących notowanych instrumentów dłużnych uniemożliwiły w przypadku wielu giełd pozyskanie danych wyłącznie dla obligacji czy z podziałem na obligacje emitowane przez sektor publiczny i sektor prywatny. Autorka używa zatem w opracowaniu zamiennie pojęć „rynek dłużnych instrumentów finansowych”, „rynek instrumentów dłużnych”, „rynek obligacji”, „rynek długu” w celu uniknięcia powtórzeń językowych. Przy czym należy zauważyć, że terminy te w liczbie pojedynczej mają zastosowanie w sytuacji poruszania zagadnień teoretycznych dotyczących rynku dłużnych instrumentów finansowych bądź też odwoływania się do rynku w ujęciu światowym, ogólnym. W przypadku odnoszenia się do rynków cząstkowych, tj. poszczególnych państw czy prowadzonych przez giełdy papierów wartościowych, autorka stosuje w tym zakresie liczbę mnogą.

W rozdziale pierwszym dokonano również przeglądu dotychczasowych badań w zakresie rozwoju dłużnych instrumentów finansowych, celem identyfikacji stosowanych wskaźników rozwoju. Rozdział zamyka krótki rys historyczny przedstawiający powstanie rynku dłużnych instrumentów finansowych oraz jego współczesny stan rozwoju.

Rozdział drugi prezentuje wyniki krytyczno-poznawczego przeglądu literatury dokonanego przez autorkę celem identyfikacji czynników determinujących rozwój rynków dłużnych instrumentów finansowych. Na podstawie przeprowadzonych studiów literaturowych zidentyfikowano 38 determinantów rozwoju tych rynków, przy czym należy podkreślić, że uwzględniono jedynie publikacje, w których autorzy stosowali modelowanie ekonometryczne, by możliwe było porównanie prezentowanych w nich wyników z tymi otrzymanymi przez autorkę. Dalsza część rozdziału poświęcona jest nierozstrzygniętej do dziś polemice dotyczącej związku pomiędzy systemem finansowym (w tym również rynkiem dłużnych instrumentów finansowych) a wzrostem

gospodarczym. Prowadzone w tym zakresie badania zmierzają do ustalenia kierunku tej zależności z uwzględnieniem czterech hipotez, tj. występowaniem jednokierunkowej zależności wzrostu gospodarczego od rozwoju rynku dłużnych instrumentów finansowych, występowaniem zależności odwrotnej, współzależności lub niezależności. Prezentowane w literaturze przedmiotu wyniki badań najczęściej potwierdzają wpływ rynku dłużnych instrumentów finansowych na wzrost gospodarczy. Wniosek ten stanowi ważną implikację dla decydentów (władz publicznych i operatorów rynku), wskazując na potrzebę wspierania i promowania jego rozwoju. Inne, równie istotne przesłanki dążenia do rozwoju rynku dłużnych instrumentów finansowych zostały omówione w ostatniej części rozdziału.

Rozdział trzeci zawiera charakterystykę przyjętych do analizy giełdowych rynków dłużnych instrumentów finansowych. Tę część pracy rozpoczyna opis procesu selekcji giełd papierów wartościowych, celem uzasadnienia ich wyboru. W dalszej kolejności dokonano prezentacji tych giełd, w tym krótkiej historii ich powstania oraz najważniejszych wydarzeń mających wpływ na ich obecne funkcjonowanie, jak również struktury organizacyjnej prowadzonych rynków obrotu papierami wartościowymi. Bardziej szczegółowo scharakteryzowano prowadzone przez te giełdy rynki instrumentów dłużnych, w tym aspekty organizacyjne oraz wymogi formalne wobec emitentów i notowanych instrumentów. Prezentacja każdej z giełd została przeprowadzona według tego samego schematu, z zastosowaniem takiej samej kolejności omawianych zagadnień, dążąc w ten sposób do zwiększenia czytelności prezentowanych treści oraz umożliwienia dokonania porównań. Rozdział kończy analiza komparatystyczna wybranych do badania giełd papierów wartościowych uwzględniająca aspekty organizacyjno-prawne i ilościowe.

Ostatni rozdział niniejszej monografii prezentuje wyniki przeprowadzonego badania empirycznego zmierzającego do identyfikacji czynników determinujących rozwój giełdowych rynków dłużnych instrumentów finansowych. Tę część publikacji rozpoczyna prezentacja zastosowanej strategii badawczej wraz z charakterystyką próby badawczej oraz zmiennych przyjętych w badaniu. W dalszej kolejności zostały omówione otrzymane wyniki, na podstawie których możliwe było sformułowanie wniosków i stworzenie teoretycznych koncepcji modeli rozwoju rynku dłużnych instrumentów finansowych wraz z rekomendacjami dla władz państwa oraz giełd jako operatorów tych rynków.

Prezentowana monografia ma charakter teoretyczno-empiryczny i stanowi próbę stworzenia modelowej koncepcji uwarunkowań rozwoju rynku

dłużnych instrumentów finansowych organizowanego przez giełdę papierów wartościowych. Biorąc pod uwagę ogromne znaczenie dobrze funkcjonującego, rozwiniętego rynku instrumentów dłużnych dla całej gospodarki oraz systemu finansowego, ważne jest wspieranie i promowanie jego rozwoju. Jest to zadanie władz publicznych, instytucji regulujących i nadzorujących rynki finansowe oraz giełd papierów wartościowych jako organizatorów tych rynków. Realizacja tego zadania wymaga posiadania wiedzy o czynnikach determinujących rozwój rynków dłużnych instrumentów finansowych, by móc właściwie na nie oddziaływać. Zaproponowane przez autorkę modele rozwoju giełdowych rynków dłużnych instrumentów finansowych mogą być użytecznym narzędziem w procesie decyzyjnym wspomnianych decydentów. Prezentowana monografia jest również adresowana do teoretyków zajmujących się rynkiem dłużnych instrumentów finansowych. Autorka żywi nadzieję, że niniejsze opracowanie może być źródłem inspiracji do podjęcia badań zmierzających do weryfikacji otrzymanych przez autorkę wyników bądź do ich pogłębienia poprzez np. poszerzenie próby badawczej czy zastosowanie innych metod badawczych.

W pracy wykorzystano literaturę anglojęzyczną i polskojęzyczną z zakresu ekonomii i finansów. Stanowiła ona punkt wyjścia dla zaprojektowania badania empirycznego, jak również punkt odniesienia dla otrzymanych wyników. Kluczowym źródłem informacji były strony internetowe analizowanych giełd papierów wartościowych oraz instytucji nadzorujących rynek finansowy w poszczególnych krajach, z których pozyskano akty prawne i regulacje organów giełd niezbędne do analizy aspektów organizacyjnych i formalnych rynków dłużnych instrumentów finansowych. Wskazane strony internetowe były także podstawowym źródłem pozyskania roczników i biuletynów statystycznych niezbędnych do stworzenia bazy danych obejmującej dane w zakresie wielkości obrotów i wartości notowanych instrumentów dłużnych. Opracowana przez autorkę baza danych zawiera też informacje publikowane m.in. przez Bank Światowy, Transparency International, Eurostat, Międzynarodowy Fundusz Walutowy, jak również Światową Federację Giełd oraz Federację Europejskich Giełd Papierów Wartościowych.

Autorka pragnie podziękować recenzentowi monografii, drowi hab. Tomaszowi Miziołkowi, prof. UŁ, za konstruktywną krytykę oraz cenne uwagi, dzięki którym możliwe było udoskonalenie treści rozprawy.

Rozdział 1

Rynek dłużnych instrumentów finansowych jako element rynku finansowego

1.1. Pojęcie, funkcje i klasyfikacja rynku finansowego

Rynek finansowy wchodzi w skład systemu finansowego danego państwa, jest zatem pojęciem węższym (Lemonnier, 2017). W gospodarce wolnorynkowej system finansowy określany jest jako „mechanizm współtworzenia i przepływu siły nabywczej między niefinansowymi podmiotami gospodarczymi, w skład którego wchodzi instrumenty finansowe, rynki finansowe, instytucje finansowe oraz zasady określające sposób ich funkcjonowania” (Polański, 1998, s. 11, 2019, s. 15).

Istotę rynku finansowego jako elementarnej kategorii teoretycznej można uchwycić na trzech płaszczyznach – ekonomicznej, organizacyjnej i prawnej¹ (Góral, 2011). Rozpatrując rynek finansowy w ujęciu ekonomicznym, uwagę zwraca brak w naukach ekonomicznych jednej, powszechnie akceptowanej definicji tego rynku. Według Mirosława Wypycha, rynek finansowy to „miejsce zawierania transakcji mających za przedmiot szeroko rozumiany kapitał finansowy” (Wypych, 2001, s. 114). Podobnie Urszula Banaszczak-Soroka wskazuje, że rynek finansowy jest najczęściej definiowany „jako miejsce, gdzie dokonuje się transakcji kupna lub sprzedaży, specyficznego towaru, jakim jest instrument finansowy. W wyniku tej czynności zmieniają się uczestnicy kontraktu, wchodząc w rozbudowane, choć często nieświadomione zależności” (Banaszczak-Soroka, 2014c, s. 14). Jan Czekaj i Janusz Raganiewicz uznają rynek finansowy za jeden z najważniejszych rynków we współczesnej gospodarce, na którym przedmiotem obrotu są instrumenty finansowe. Natomiast instrumenty finansowe definiują

¹ Waldemar Tarczyński i Marek Zwolankowski, obok płaszczyzny ekonomicznej i organizacyjnej, wyróżniają płaszczyznę cybernetyczną związaną z mechanizmem funkcjonowania rynku finansowego. W tym ujęciu rynek finansowy tworzy (bądź współtworzy) system sterujący gospodarką i jednocześnie jest systemem podlegającym sterowaniu (Tarczyński, Zwolankowski, 1999).

jako zobowiązania (roszczenia) finansowe jednych podmiotów gospodarczych w stosunku do innych² i zaliczają do nich m.in.: depozyty bankowe, papiery wartościowe, polisy ubezpieczeniowe, jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, opcje (Czekaj, Raganiewicz, 2008b). Krzysztof Jajuga i Teresa Jajuga określają rynek finansowy jako trzeci, obok rynku dóbr i usług oraz rynku pracy, najważniejszy segment gospodarki rynkowej, mający kluczową rolę we wzroście gospodarczym i rozwoju gospodarki rynkowej. Autorzy definiują go jako rynek, na którym dokonuje się obrotu instrumentami finansowymi, będącymi kontraktami zawartymi między dwoma stronami, które regulują zależność finansową między tymi stronami. Charakter tej zależności wynika z rodzaju instrumentu finansowego (Jajuga, Jajuga, 2006). Andrzej Kaźmierczak określa rynek finansowy jako „ogół transakcji papierami wartościowymi, będącymi instrumentami udzielania kredytów krótko-, średnio- i długoterminowych” (Kaźmierczak, 1993, s. 50). Z kolei Anna Jurkowska-Zeidler definiuje rynek finansowy jako „ogół transakcji, których przedmiotem jest przepływ i alokacja środków finansowych” (Jurkowska-Zeidler, 2015, s. 395). Tarczyński i Zwolanowski określają rynek finansowy jako „ośrodek transakcji kupna i sprzedaży instrumentów finansowych, wywołujących metamorfozę aktywów finansowych stron kontraktów i powodujących między nimi stosowną wymianę strumieni pieniężnych” (Tarczyński, Zwolanowski, 1999, s. 13).

Rynek finansowy jest zatem miejscem³ lub ośrodkiem zawierania transakcji finansowych, rynkiem, na którym dokonuje się obrotu instrumentami finansowymi, czy też ogółem transakcji papierami wartościowymi bądź transakcji skutkujących przepływem i alokacją środków finansowych. Z powyższych definicji wynika, że rynek finansowy można rozpatrywać w ujęciu podmiotowym – jako miejsce, gdzie poprzez zawieranie transakcji dokonuje się przepływu kapitału finansowego od podmiotów posiadających nadwyżki środków (oszczędności) do podmiotów poszukujących finansowania, lub w ujęciu przedmiotowym – jako określone zobowiązanie finansowe kapitałodawcy w stosunku do kapitałobiorcy (Góral, 2011). W ujęciu przedmiotowym rynek finansowy obejmuje rynek

² Zbigniew Polański wskazuje na pewną dychotomię instrumentów finansowych – są one bowiem równocześnie aktywami i pasywami. Dla emitentów ich sprzedaż będzie generować zobowiązanie (dług), ujęte w pasywach. Jednakże dla inwestorów (posiadaczy instrumentów finansowych) będą one stanowiły składnik majątku finansowego ujęty w aktywach (Polański, 1998).

³ W przeszłości rynek finansowy faktycznie wiązał się z określonym miejscem, w którym następowało spotkanie stron umowy celem zawarcia transakcji. Współcześnie rynek finansowy ma charakter zdecentralizowany, jest to przestrzeń wirtualna (Lemonnier, 2017).

W strukturze globalnego rynku dłużnych instrumentów finansowych ważną rolę – zarówno dla emitentów, jak i inwestorów (w szczególności profesjonalnych) – odgrywają giełdy papierów wartościowych (lub ich segmenty), na których obraca się tymi instrumentami finansowymi (...).

Monografia dr Magdaleny Mosionek-Schweda znakomicie wpisuje się w zasygnalizowaną powyżej problematykę. Analiza czynników wpływających na rozwój europejskich giełdowych rynków dłużnych instrumentów finansowych oraz stworzenie koncepcji modelu rozwoju tychże rynków niewątpliwie odpowiada na potrzebę systemowego podejścia do analizy giełdowych rynków instrumentów dłużnych w Europie, których znaczenie będzie prawdopodobnie się zwiększało w związku z budową unii rynków kapitałowych na Starym Kontynencie. Wydaje się to istotne zwłaszcza w perspektywie doświadczeń z epidemią koronawirusa, które będą skutkować zwiększonymi potrzebami zarówno w zakresie finansowania gwałtownie rosnącego długu publicznego (poprzez papiery skarbowe), jak i w zakresie finansowania przedsiębiorstw, co jest konieczne do przetrwania tego trudnego okresu, a także odbudowania działalności gospodarczej – w rezultacie przyczyni się to do pobudzenia inwestycji, zwiększenia liczby miejsc pracy i wzrostu gospodarczego.

Wybór tematu monografii uważam zatem za jak najbardziej trafny i aktualny, wychodzący naprzeciw wyzwaniom współczesnego europejskiego rynku finansowego. Na podkreślenie zasługuje także fakt, że jest to – według mojej wiedzy – pierwsza w krajowej literaturze przedmiotu pozycja poświęcona w całości problematyce giełdowych dłużnych instrumentów finansowych i zapewne jedna z niewielu wśród publikacji obcojęzycznych. Dotychczas w krajowej literaturze dotyczącej europejskich giełd zdecydowanie dominowało bowiem podejście skupiające uwagę na rynkach akcji.

Z recenzji dr. hab. Tomasza Miziołka, prof. UŁ