

Tamara Galbarczyk

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

PAPIERY WARTOŚCIOWE RYNKU PIENIĘŻNEGO I ICH ROLA W ZARZĄDZANIU PŁYNNOŚCIĄ

1. Wstęp

Przedsiębiorstwa powinny poszukiwać optymalnej struktury kapitału, umożliwiającą maksymalizację zysku przy zachowaniu płynności oraz zdolności do obsługi zadłużenia [Bień 2002, s. 201]. Sporządzanie budżetu gotówki ułatwia szacowanie planowanych wielkości niedoboru lub nadwyżki i określenie zapotrzebowania na środki płynne [Dębski 2005, s. 173].

W celu pokrycia niedoborów gotówki przedsiębiorstwa mogą emitować papiery wartościowe. Jest to źródło pozyskiwania kapitałów obcych, alternatywne w stosunku do kredytów czy innych zobowiązań. Z takiej możliwości korzystają jednak zwykle przedsiębiorstwa duże, o uznanej pozycji, które nie mają problemów ze zbytem wyemitowanych walorów [Machała 2004, s. 225]. Z przeprowadzeniem emisji wiąże się ponadto ponoszenie określonych kosztów. Z kolei w papierach wartościowych wyemitowanych przez inne podmioty mogą być utrzymywane rezerwy płynności, zwłaszcza jeśli można je w każdej chwili zamienić na gotówkę. Poza tym nabyte papiery umożliwiają maksymalizację zysków dzięki osiąganym dochodom. Utrzymując rezerwy w takiej formie, należy jednak pamiętać o podejmowanym ryzyku niewypłacalności emitenta. Dlatego najbezpieczniejsze są skarbowe lub komunalne papiery wartościowe.

Celem artykułu jest prezentacja papierów wartościowych rynku pieniężnego i analiza ich wykorzystywania w zarządzaniu płynnością przedsiębiorstw.

2. Rynek pieniężny jako segment rynku finansowego

Na rynku finansowym mamy do czynienia z operacjami związanymi ze środkami pieniężnymi, których celem jest ochrona realnej wartości pieniędzy bądź działania mające przynieść właścicielowi określone zyski w przyszłości [Socha 1998, s. 11].

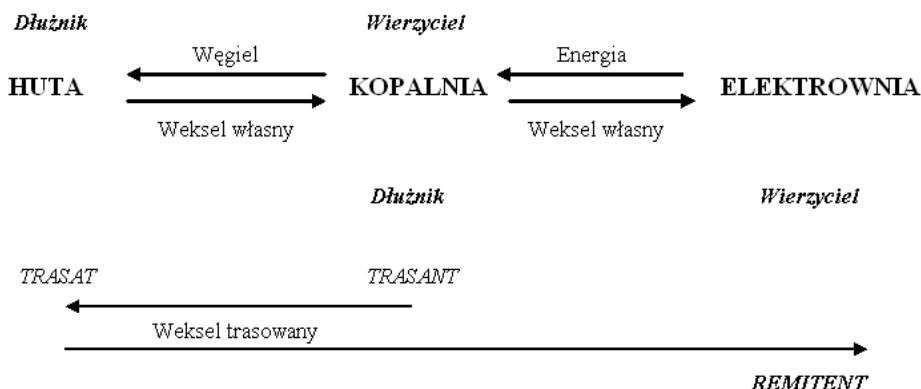
Rynek finansowy można zdefiniować jako rynek, na którym dokonuje się transakcji instrumentami finansowymi [Polański 2004, s. 27], lub miejsce zawierania transakcji mających za przedmiot szeroko rozumiany kapitał finansowy [Wypych 1977, s. 115]. Rynek finansowy obejmuje rynek pieniężny, kapitałowy, depozyto-wo-kredytowy, walutowy i instrumentów pochodnych [Dębski 2003, s. 21]. Na rynku pieniężnym dokonuje się obrotu instrumentami o terminie zapadalności poniżej jednego roku, w tym papierami wartościowymi.

3. Wybrane papiery wartościowe rynku pieniężnego i ich charakterystyka

Istota, rodzaje i zastosowanie weksli

Weksle są bezwarunkowym zobowiązaniem do zapłaty określonej kwoty w określonym czasie i miejscu. Pełnią funkcję gwarancyjną i płatniczą. Poza tym, ze względu na możliwość odsprzedaży, mogą być wykorzystywane w zarządzaniu płynnością przedsiębiorstwa. Istnieją następujące rodzaje weksli [Bień 1996, s. 240-241]:

- finansowy – wystawiany jako zabezpieczenie zaciągniętego kredytu,
- towarowy – wystawiany na pokrycie zobowiązania za nabyty towar,
- własny – wystawiany przez dłużnika jako zobowiązanie do zapłaty,
- obcy – wystawiany przez wierzyciela (trasanta), który poleca swojemu dłużnikowi (trasatowi) dokonanie zapłaty na rzecz wskazanej osoby trzeciej (remitenta).

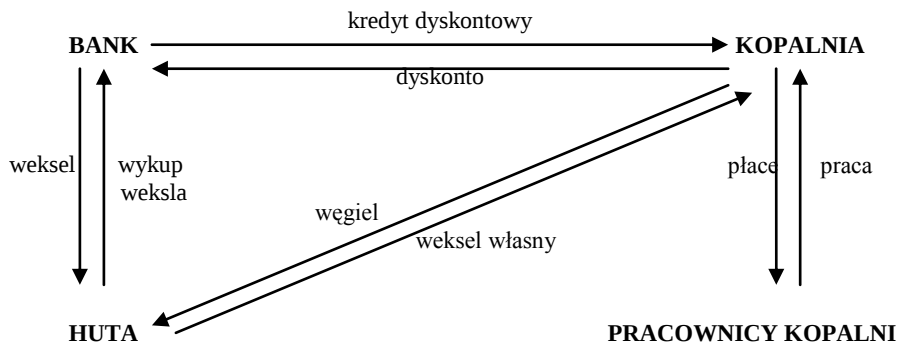


Rys. 1. Weksel własny i trasowany

Źródło: opracowanie własne.

Posiadany wekslem można spłacać własne długi poprzez przeniesienie wierzytelności. Zmniejsza to popyt na gotówkę, ale pod warunkiem, że wierzyciel zgodzi

się przyjąć zapłatę w takiej formie. Na podstawie weksla można również uzyskać w banku kredyt dyskontowy, który polega na odsprzedaży go przed terminem płatności z potrąceniem dyskonta. Przedsiębiorstwo dokonuje wówczas zamiany aktywów finansowych na środki pieniężne charakteryzujące się największym stopniem płynności.



Rys. 2. Obieg weksla

Źródło: opracowanie własne.

Weksel jest także wykorzystywany przy kredytach akceptacyjnych, które polegają na tym, że posiadacz rachunku wystawia weksel trasowany na bank, polecając dokonanie zapłaty w ciężar tego rachunku. Bank akceptuje weksel, zobowiązując się do zapłaty w terminie płatności. Posiadacz rachunku powinien dostarczyć środki na wykup weksla. Jeśli tego nie uczyni, bank dokonuje wykupu ze środków własnych (kredyt akceptacyjny) i dokonuje zwrotnego księgowania na rachunku wystawcy. Kredyt może być udzielony w formie doraźnej transakcji lub linii kredytowej.

3.2. Papiery komercyjne i ich znaczenie

Papiery komercyjne są instrumentem pożyczkowym, dyskontowym. Emisja następuje za pośrednictwem instytucji finansowych. Najczęściej są to papiery na okaziciela i coraz częściej są emitowane w postaci zdematerializowanej [Dębski 2003, s. 38-39].

Z emisją papierów komercyjnych wiążą się liczne zalety, ale także pewne niedogodności [Dębski 2003, s. 40; Nowak 1999, s. 122-123; Nowak 2004, s. 249; Bień 1996, s. 91; Onoszko 2004, s. 13-14; Machała 2004, s. 228 i 231].

Papiery komercyjne są emitowane na podstawie programu emisji, który określa maksymalną kwotę zadłużenia. Emitent może swobodnie dokonywać emisji w okresie obowiązywania programu na sumy i czas odpowiadające jego potrzebom. Papiery te mogą mieć różne nazwy. Ich emisja jest oparta na k.c., prawie wekslowym,

ustawie o obligacjach [Węclawik 2002, s.48-49; Nowak 1999, s. 53-60; Ziarko 2002, s. 79].

Papiery komercyjne mogą być wykorzystywane przez przedsiębiorstwa w celu pozyskania kapitału, a także jako instrument lokacyjny, a przy założeniu płynności rynku – jako rezerwa płynności. Na rozwiniętych rynkach pieniężnych cieszą się one dużym zainteresowaniem zarówno ze strony emitentów, jak i inwestorów.

3.3. Rola obligacji w zarządzaniu płynnością

Obligacja jest papierem wartościowym, w którym emitent potwierdza zaciągnięcie określonej kwoty pożyczki i zobowiązuje się do jej zwrotu nabywcy obligacji w ustalonym z góry terminie oraz do zapłaty odsetek [Bień 1996, s. 31]. Emisja obligacji jest źródłem pozyskiwania kapitału. Mogą być one nabywane także w celu osiągania dochodów lub jako rezerwa płynności (pod warunkiem, że są zbywalne bez ograniczeń i są płynne).

Zgodnie z ustawą obligacje mogą być emitowane przez podmioty prowadzące działalność gospodarczą, posiadające osobowość prawną; jednostki samorządu terytorialnego oraz inne podmioty posiadające osobowość prawną, upoważnione do emisji na mocy odrębnych przepisów [Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. ..., art. 2].

Emitent odpowiada całym majątkiem za zobowiązania wynikające z obligacji. W przypadku obligacji przychodowych jest możliwe ograniczenie odpowiedzialności do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia sfinansowanego z emisji, albo do całości lub części przychodów z innych przedsięwzięć określonych przez emitenta, do których obligatariuszowi służy prawo pierwszeństwa zaspokojenia. Krąg emitentów tych obligacji jest ograniczony [Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. ..., art. 8 i 23a].

Środków pochodzących z emisji nie można przeznaczyć na inne cele niż określone w warunkach emisji, o ile zostały one określone, przy czym muszą je określać jednostki samorządu terytorialnego (jst). Po nowelizacji ustawy emisja obligacji może być skierowana do nieograniczonej liczby nabywców i nie podlegać przepisom o ofercie publicznej. Dotyczy to papierów będących instrumentami rynku pieniężnego w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, opiewających wyłącznie na wierzytelności pieniężne, o terminie realizacji praw liczonym od dnia ich nabycia w obrocie pierwotnym, nie dłuższym niż rok [Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. ..., art. 9 i 28].

Najbardziej popularne na polskim rynku są **obligacje skarbowe**, które stanowią bezpieczną formę lokowania kapitału i mogą być wykorzystywane do zarządzania płynnością.

Oprócz obligacji skarbowych funkcjonują **obligacje komunalne**, emitowane przez jst zazwyczaj w ramach programu emisji [Ziarko 2002, s. 122]. Jednostki samorządu terytorialnego mogą emitować papiery dłużne z przeznaczeniem na pokrycie występującego w ciągu roku niedoboru budżetu, finansowanie wydatków nie-

znajdujących pokrycia w planowanych dochodach lub spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań [Ustawa z dnia 26 listopada 1998 r. ..., art. 48]. Gminy są z pewnością dłużnikami wiarygodnymi, co wynika z ustawowego zagwarantowania ich wypłacalności. Nie mogą one zbankrutować, mają relatywnie stabilną bazę dochodową, a ich gospodarka finansowa ma jawny charakter [Stanisławiszyn 2002, s. 285]. Obligacje komunalne, podobnie jak obligacje skarbowe, są bezpieczną formą lokaty kapitału.

Kolejnym rodzajem są **obligacje korporacyjne**. Na koniec grudnia 2005 r. udział obligacji o terminie wykupu powyżej 1 roku w całym rynku pozaskarbowych papierów dłużnych wyniósł 35,52%. Wartość tego rynku w skali roku wzrosła prawie o 23%. Według stanu na koniec roku liczba emitentów obligacji o terminie zapadalności powyżej 1 roku wynosiła 82 [Podsumowanie..., s. 1]. Przedsiębiorstwa emitowały także obligacje krótkoterminowe. Ryzyko inwestycyjne w przypadku obligacji korporacyjnych jest wyższe, a ponadto rynek jest mniej płynny, z wyjątkiem obligacji notowanych na giełdzie. Stąd wykorzystanie tych walorów jako rezerwy płynności jest ograniczone. Mogą one natomiast stanowić formę lokowania kapitału przez podmioty akceptujące wyższy poziom ryzyka.

3.4. Bony skarbowe i ich rola w sterowaniu płynnością

Bony skarbowe są emitowane przez Skarb Państwa w celu finansowania deficytu budżetowego [Bień 1996, s. 77]. Termin zapadalności wynosi 1-52 tygodni, a nominal 10 000 zł. Mogą być nabywane przez rezydentów i nierezydentów [Rozporządzenie MF..., par. 1 i 2].

Bony są zdematerializowanymi papierami na okaziciela i podlegają swobodnemu obrotowi na rynku wtórnym. Ich płynność i bezpieczeństwo powodują, że mogą być wykorzystywane w zarządzaniu płynnością lub stanowić lokatę kapitału.

Tabela 1. Charakterystyka przetargów na bony skarbowe w latach 2000-2004

Charakterystyka	2000	2001	2002	2003	2004
Liczba przetargów	57	50	49	51	49
Wartość bonów zaoferowanych do sprzedaży w cenach nominalnych (mln zł)	47 200,00	49 600,00	45 800,00	57 000,00	49 000,00
Popyt zgłoszony przez oferentów w cenach nominalnych (mln zł)	115 831,92	139 392,36	145 761,00	134 773,62	132 437,56
Sprzedaż bonów w cenach nominalnych (mln zł)	46 804,92	50 275,71	42 728,33	56 967,44	48 700,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie Biuletynów Informacyjnych NBP.

Obrót bonami odbywa się w drodze przetargów, w których mogą brać udział banki, dealerzy rynku pieniężnego [Uchwała nr 29/2003 Zarządu NBP..., Załącznik, par. 25.1]. Funkcje te pełni kilkanaście banków, najaktywniejszych na rynku pieniężnym według uzyskanego poziomu Indeksu Aktywności Dealerskiej. Posiadają one rachunki bonów skarbowych w NBP i prowadzą dla swoich klientów rachunki indywidualne. Takie rozwiązanie powoduje, że przedsiębiorstwa zamierzające nabyć bony muszą korzystać z ich pośrednictwa.

Tabela 1 pokazuje skalę obrotu bonami skarbowymi w latach 2000-2004.

W całym okresie popyt znacznie przewyższał podaż, co świadczy o dużym zainteresowaniu bonami ze strony inwestorów. Jak wspomniano wyżej, można je nabywać w celach lokacyjnych lub jako rezerwę płynności.

3.5. Certyfikaty depozytowe jako instrument lokowania wolnych środków

Są to papiery emitowane na okaziciela, które potwierdzają złożenie depozytu o określonej wielkości na określony czas w banku, który wystawił certyfikat [Dębski 2003, s. 51]. Certyfikat jest papierem procentowym, zbywalnym. Posiadacz nie musi zrywać lokaty terminowej, co wiąże się z określonymi konsekwencjami (obniżenie lub utrata odsetek), lecz może sprzedać certyfikat na rynku wtórnym [Nowak 2004, s. 253]. Z kolei dla banku emisja jest formą pozyskania kapitału bardzo atrakcyjną ze względu na płynność. Sens emisji jest powiązany z tym, że są to papiery na okaziciela, podlegające swobodnemu obrotowi na rynku wtórnym organizowanym przez emitentów. Od 1 stycznia 1998 r., zgodnie z Prawem bankowym, dowody zawarcia umowy rachunku oszczędnościowego musiały być wystawiane jako dokumenty imienne. Zapis ten uchylono, ale nadal ochronie BFG podlegają środki zgromadzone na rachunkach imiennych [Ustawa z dnia 14 grudnia 1994 r. ..., art. 2]. Jest to z pewnością czynnik ograniczający emisję tych walorów w warunkach polskich.

Przedsiębiorstwa mogą traktować certyfikaty depozytowe jako instrumenty lokacyjne, a zakładając płynność rynku – jako instrument zarządzania płynnością.

4. Zakończenie

W ciągu ostatnich sześciu lat wartość emisji pozaskarbowych papierów dłużnych sukcesywnie rośnie, przy czym maleje udział papierów krótkoterminowych, w tym emitowanych przez przedsiębiorstwa. Według stanu na koniec 2005 r. rynek KPD stanowił 34,27% rynku pozaskarbowych papierów dłużnych [Podsumowanie..., s. 2]. W całym okresie rośnie natomiast wartość emisji obligacji o terminie zapadalności powyżej 1 roku i ich udział w rynku pozaskarbowych papierów dłużnych. Taka tendencja dotyczy zarówno obligacji komunalnych, bankowych, jak i korporacyjnych. Wzrost zainteresowania tymi walorami wynika m.in. z bardziej liberalnych zapisów ustawy o obligacjach, w wyniku jej nowelizacji. W ciągu sześciu lat wartość emisji

obligacji przedsiębiorstw wzrosła ponadtrzykrotnie, a liczba emitentów niemal się podwoiła.

Tabela 2. Struktura rynku pozaskarbowych papierów dłużnych

Wyszczególnienie	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Wartość emisji pozaskarbowych papierów dłużnych (mld zł)	14,3	17,4	19,8	21,8	23,2	25,1
Wartość emisji papierów krótkoterminowych (mld zł)	10,9	12,7	11,6	11,1	9,9	8,6
Udział w rynku (%)	76,2	73,0	58,6	50,9	42,7	34,3
Liczba emitentów papierów krótkoterminowych	328	309	272	232	b.d	b.d
Emisja obligacji o terminie zapadłości powyżej 1 roku (mld zł)	3,4	4,7	8,2	10,7	13,3	16,5
Udział w rynku (%)	23,8	27,0	41,4	49,1	57,3	65,7
W tym:						
Obligacje przedsiębiorstw (mld zł)	2,4	2,3	4,5	5,3	7,3	8,9
– liczba emitentów	49	51	53	59	69	82
Obligacje banków (mld zł)	0,1	0,7	1,5	2,8	3,1	4,3
– liczba emitentów	2	6	6	8	13	15
Obligacje komunalne (mld zł)	0,9	1,7	2,2	2,6	2,9	3,3
– liczba remitentów	89	149	192	201	227	264

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Fitch Polska SA.

Spadek zainteresowania emisją walorów krótkoterminowych może wynikać z korzystania z innych źródeł finansowania obcego, np. stosunkowo łatwo dostępnych krótkoterminowych kredytów bankowych czy innych zobowiązań. Kwestie organizacji emisji i jej kosztów mogą przesądzać o popularności emisji walorów długoterminowych, chociaż nie musi to świadczyć o przeznaczeniu środków pochodzących z emisji na finansowanie celów strategicznych. Wręcz przeciwnie, mogą one być wykorzystywane na cele bieżące.

Jak już wspomniano, przedsiębiorstwa w celu zarządzania płynnością nie tylko emitują papiery wartościowe, ale także nabywają walory wyemitowane przez inne podmioty. Według stanu na koniec listopada 2005 r. przedsiębiorstwa nabyły papiery wartościowe krótko- i długoterminowe o wartości nominalnej 7,2 mld zł, co stanowiło 27,7% udziału w rynku. Przedsiębiorstwa posiadały w swoich portfelach ponad 34% wszystkich emisji obligacji korporacyjnych i niebankowych, krótkoterminowych instrumentów dłużnych (6,1 mld zł) oraz ponad 20% bankowych papierów dłużnych (prawie 1 mld zł), głównie krótkoterminowych. Nabyły także 0,1% wyemitowanych listów zastawnych i 2,9% obligacji komunalnych [*Podsumowanie...*, s. 6].

Literatura

- Bień W., *Rynek papierów wartościowych*, Difin, Warszawa 1996.
- Bień W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2002.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, PWN, Warszawa 2003.
- Dębski W., *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2005.
- Machała R., *Praktyczne zarządzanie finansami firmy*, PWN, Warszawa 2004.
- Nowak M., *Emisja papierów komercyjnych w Polsce*, Twigger, Warszawa 1999.
- Nowak M., *Pozostałe segmenty rynku pieniężnego*, [w:] *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, PWN, Warszawa 2004.
- Onoszko J., *Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw w Polsce i w krajach wysoko-korozwiniętych*, Materiały i Studia NBP nr 183, Warszawa 2004.
- Polański Z., *Wprowadzenie. System finansowy we współczesnej gospodarce rynkowej*, [w:] *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, PWN, Warszawa 2004.
- Podsumowanie IV kwartału 2005 oraz roku 2005 na rynku pozaskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*, www.fitchpolska.com.pl.
- Rozporządzenie MF z dnia 26 sierpnia 1999 r. w sprawie warunków emitowania bonów skarbowych, DzU 1999, nr 74, poz. 831 z późn. zm.
- Socha J., *Rynek. Giełda. Inwestycje*, Olympus, Warszawa 1998.
- Stanisławiszyn H., *Ryzyko w kredytowaniu gmin*, [w:] *Problemy finansowe w działalności samorządu terytorialnego*, red. S. Dolata, Wyd. Uniwersytetu Opolskiego, Opole 2002.
- Uchwała nr 29/2003 Zarządu NBP z 12 września 2003 r. w sprawie wprowadzenia „Regulaminu prowadzenia przez NBP rachunków i kont depozytowych papierów wartościowych oraz obsługi operacji na papierach wartościowych i ich rejestracji na rachunkach i kontach depozytowych tych papierów”, Dz. Urz. NBP 2003, nr 15, poz. 23 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 14 grudnia 1994 r. o BFG, tekst jednolity, DzU 2000, nr 9, poz. 131, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 26 listopada 1998 r. o finansach publicznych, tekst jednolity, DzU 2003, nr 15, poz. 146, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, tekst jednolity DzU 2001, nr 120, poz. 1300, z późn. zm.
- Węclawik A., *Prawo krótkoterminowych papierów dłużnych*, Zakamycze, Kraków 2002.
- Wypych M., *Finanse i instrumenty finansowe*, Absolwent, Łódź 1977.
- Ziarko U., *Rynek krótkoterminowych papierów komercyjnych*, [w:] *Rynek papierów wartościowych w Polsce. Wybrane problemy*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, AE, Poznań 2002.

SECURITIES ON THE MONEY MARKET AND THEIR ROLE IN LIQUIDITY MANAGEMENT

Summary

The need to maintain financial liquidity and the ability to service indebtedness should be taken into consideration when seeking the right capital structure enabling maximization of profits.

Those managing a company's financial liquidity can utilize opportunities provided by securities, especially those in turnover in the money market. Companies announcing their demand for money can issue their own securities in order to acquire capital from other entities. This is an alternative to incurring bank credit, commercial credit or other obligations. However, this entails the need to incur

specific costs, and the risk of not selling the securities issued because of the lack of those willing to buy. That is why securities are usually issued by large companies, with an established position, which do not have difficulties selling them. They can issue commercial securities or bonds.

Securities issued by other issuers can in turn be kept as a liquidity reserve, especially if they have low investment risk and appropriate liquidity. The advantage of maintaining reserves in this form is that they generate profit unlike the holding of cash. They can be easily converted into cash if the need arises to cover the deficit of liquidity. Companies are especially interested in securities issued by the State Treasury (treasury bonds and exchequer bills), by units of local government (communal bonds), banks (deposit certificates), and by corporations (commercial securities and corporate bonds) in good financial condition.