

ELŻBIETA GRUSZCZYŃSKA-BROŻBAR

## RYNEK DŁUGOTERMINOWYCH KAPITAŁÓW PIENIĘŻNYCH W STRUKTURZE RYNKU KAPITAŁÓW PIENIĘŻNYCH

Współczesne polskie opracowania z dziedziny bankowości, i nie tylko, powszechnie wyodrębniają tzw. rynek pieniężny i kapitałowy z rynku finansowego, przyjmując przedmiotowe kryteria czasowe podziału. Podejście takie ma tylko jedną zaletę, a mianowicie nie powoduje zawichości semantycznych. Podstawową wadą zaprezentowanej terminologii jest to, że jest ona enigmatyczna, bowiem pozbawiona podstaw teoretycznych, na które zwracali uwagę ekonomiści, klasycy teorii ekonomii. Można przyjąć wręcz hipotezę o rozmijaniu się wskazanej definicji z przemyśleniami teoretyków. Z drugiej strony uczciwość badawcza obliguje do stwierdzenia, że podjęty w artykule temat stanowi i stanowił przedmiot ożywionych dyskusji, przede wszystkim w zachodniej literaturze przedmiotu. Przyczyną tego stanu jest, jak się wydaje, ewolucja poglądów dotyczących cech konstytuujących obieg pieniężny i jego zwrotnie sprzężonego wpływu na rozwój gospodarczy.

Temat podjęty w niniejszym artykule wydaje się ważki, bowiem dotyczy zagadnień, które dla teoretyków ekonomii są ciągle otwarte. Zasygnalizowane nieudomówienia stały się przesłanką dla powstania niniejszego opracowania. Autorka zdaje sobie sprawę, że nie jest w stanie rozwiązać problemów wynikających z tematyki artykułu, ma jednak nadzieję, że usystematyzuje pewne pojęcia i wniesie własne spojrzenie co do materii podziału rynku kapitałów pieniężnych.

Rynek definiowany, jako ogół stosunków między podmiotami uczestniczącymi w procesach wymiany ma niejednorodny charakter. Teza taka wynika ze specyfiki: przedmiotów rynkowej wymiany, podmiotów rynku oraz innych okoliczności, towarzyszących tym stosunkom. Uwzględniając tę specyfikę można wyodrębnić różne rodzaje rynku, a podstawowe kryterium jego wydzielenia stanowi:

- kryterium podmiotów rynku,
- kryterium przestrzenne,
- kryterium przedmiotu wymiany.

**Rynek w ujęciu podmiotowym** jest wyrażany, jako ogół stosunków między wyodrębnioną grupą podmiotów, występujących w roli nabywców i sprzedawców (na rynku kapitałów pieniężnych między wierzycielem i dłużnikiem). Kryterium podmiotowe segmentacji rynku, nawiązuje zarówno do rodzaju podmiotów, jak i do ich ilości po stronie podaży i popytu<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> U. Bassler, J. Heinrich, W. Koch, *Grundlagen und Probleme der Volkswirtschaft*, Köln 1991, s. 198.

Natomiast **kryterium przestrzenne**, umożliwia wydzielenie rynków ze względu na stopień koncentracji przestrzennej nabywców i sprzedawców.

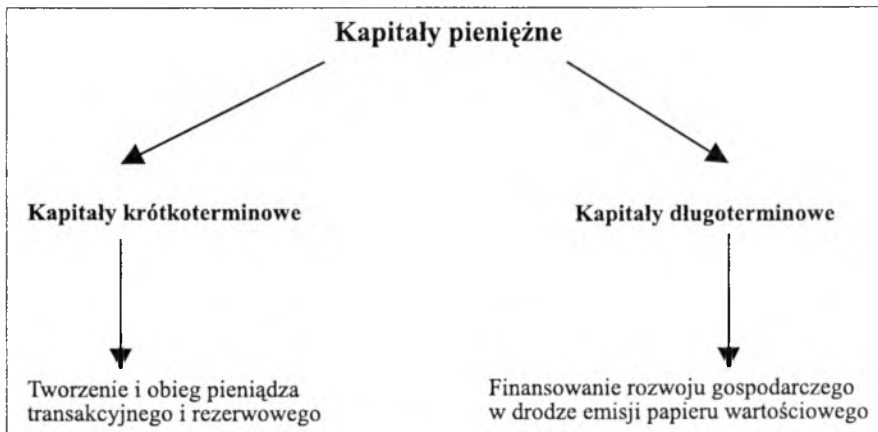
**Rynek w ujęciu przedmiotowym**, jest określany jako ogół stosunków związanych z danym przedmiotem wymiany. Na podstawie wzmiankowanego kryterium wyróżniono przede wszystkim rynek:

- produktów,
- usług,
- pracy,
- kapitałów pieniężnych<sup>2</sup>.

Kapitały pieniężne rozpatrywane w ujęciu przedmiotowym stanowią punkt wyjścia dla rozważań podjętych w dalszej części opracowania.

Wzmiankowany kapitał, ujmowany w kategorii strumienia, związany jest z teorią wymiany i dystrybucji<sup>3</sup>. W tym znaczeniu jest on pewnym szczególnym czynnikiem, który musi mieć rynek w tym teoretycznym znaczeniu, w jakim istnieje rynek dóbr konsumpcyjnych i dóbr produkcyjnych<sup>4</sup>. Przyjęto więc, że ten teoretyczny rynek posiada w realiach ekonomicznych swój odpowiednik, podobnie jak wspomniane wcześniej dwa inne rynki<sup>5</sup>.

Kapitały pieniężne poddawane są najczęściej analizie z punktu widzenia dwóch strumieni funduszy. Pierwszy z nich stanowią, zdaniem niektórych ekonomistów, kapitały krótkoterminowe, związane z tworzeniem i obiegiem pieniądza transakcyjnego i rezerwowego<sup>6</sup>.



Schemat 1. Struktura kapitałów pieniężnych

**Źródło:** Opracowanie na podstawie: J. Zajda, *Systemy bankowe*, op. cit..., s. 14 - 16.

<sup>2</sup> W. Wrzosek, *Funkcjonowanie rynku*, PWE, Warszawa 1994, s. 34.

<sup>3</sup> Natomiast kapitał fizyczny ujmowany jest w kategoriach zasobów i stanowi przedmiot zainteresowania teorii czynników produkcji. Jako ciekawostkę można wskazać fakt, że samo pojęcie kapitału stanowiło i stanowi przedmiot wielu kontrowersyjnych dyskusji w literaturze przedmiotu. Niektórzy ze znamienitych ekonomistów, przykładowo J. R. Hicks, unikali tego pojęcia, zamieniając je na definicje opisowe.

<sup>4</sup> Nie jest on ani całością, ani częścią środków produkcji: pierwotnych lub wyprodukowanych. Nie jest także zasobem dóbr konsumpcyjnych.

<sup>5</sup> J. Schumpeter, *Teoria rozwoju gospodarczego*, PWN, Warszawa 1960, s. 197.

<sup>6</sup> Strumień tych kapitałów umożliwia finansowanie cyklu produkcyjnego (transakcje kredytowe), a także wewnętrzną i zagraniczną wymianę towarów i usług. Patrz: J. Zajda, *Systemy bankowe w gospodarce kapitalistycznej*, Warszawa 1974, s. 14 - 16; op. cit..., s. 14 - 16.

Natomiast kapitały długoterminowe, są powiązane z finansowaniem rozwoju gospodarczego. W ramach wzmiankowanego finansowania, występuje przetwarzanie kapitałów pieniężnych w kapitały rzeczowe.

Zaproponowany podział stanowi podstawę do rozróżnienia dwóch rynków kapitałów pieniężnych. Pierwszy z nich jest utożsamiany z rynkiem pieniężnym, a związany jest z nim rynek kredytowy. Natomiast drugi przypisywany jest do rynku inwestycyjnego.

**Rynek pieniężny** można więc zdefiniować, zgodnie z wcześniej wzmiankowaną charakterystyką strumienia, jako miejsce kształtowania się podaży i popytu na pieniądź, instrument najpłynniejszy. Odbywają się na nim transakcje kapitałami krótkoterminowymi<sup>7</sup>. Rozważania dotyczące funkcjonowania rynku pieniężnego skoncentrowane są na mechanizmie tworzenia pieniądza oraz finansowania międzybankowych obrotów płatniczych. Odważny aspekt tego mechanizmu stanowi zamiana pieniądza gotówkowego na bezgotówkowy, a także zamiana pieniądza wkładowego banków komercyjnych na pieniądź żyrowy banku emisyjnego. Głównymi uczestnikami rynku krótkoterminowych kapitałów pieniężnych są banki<sup>8</sup>.

Drugi rynek, wyodrębniony z rynku kapitałów pieniężnych, określane jest przez niektórych ekonomistów jako rynek **inwestycyjny**<sup>9</sup>. W nazewnictwie francuskim przyjęto nazywać go rynkiem finansowym. Przedmiot popytu i podaży rynku inwestycyjnego stanowią kapitały długoterminowe<sup>10</sup>. Podział zawarty we wstępie artykułu zalicza do rynku finansowego zarówno krótko, jak i długoterminowe kapitały pieniężne. Gdy tymczasem klasycy ekonomii, zgodnie z zaprezentowanymi poglądami, utożsamiają go z rynkiem inwestycyjnym, za pośrednictwem którego następuje zamiana wolnych kapitałów pieniężnych w kapitały związane, przeznaczone na finansowanie rozwoju gospodarczego. Rynek ten jest więc, zgodnie z opisaną systematyką, miejscem kształtowania się popytu i podaży na długoterminowe kapitały pieniężne.

Zaprezentowane kryterium podziału nie jest homogeniczne, bowiem, jak wcześniej wspomniano, przedmiot ciągłych dyskusji literaturowych stanowią kryteria podziału rynku kapitałowego, a w jego granicach rynku kapitałów pieniężnych. Wstępem do autorskich przemyśleń, dotyczących tego zagadnienia, są poglądy prezentowane na ten temat w światowej literaturze przedmiotu. Ekonomiści dokonują najczęściej **podziału rynku kapitałowego ze względu na kryteria przedmiotowo-czasowe**<sup>11</sup>.

Przykładowo **J. Schumpeter** stawia znak równości między pojęciem rynku kapitałowego i rynkiem kapitałów pieniężnych. Konstatacja ta upoważnia do stwierdzenia, że **zalicza on do rynku kapitałowego tylko rynek kapitałów pieniężnych**, a więc według terminologii historycznej

<sup>7</sup> Jednocześnie na wskazanym rynku, wykorzystywane są kapitały pieniężne odłożone przez ich posiadaczy.

<sup>8</sup> Instytucje te zajmują się pośrednictwem w transakcjach finansowych między pożyczkodawcami a pożyczkobiorcami, kreowaniem pieniądza. W zakresie bankowych kompetencji znajduje się również obsługa budżetu państwa, a także uczestniczenie w obsłudze wymiany międzynarodowej.

<sup>9</sup> Zgodnie z terminologią anglosaską.

<sup>10</sup> J. Zajda, *Systemy bankowe...*, op. cit., s. 15.

<sup>11</sup> W tym zakresie także rynku kapitałów pieniężnych.

jest *funduszowcem*. Hipotezę tę zweryfikowano na podstawie kolejnej analizy poglądów **J. Schumpetera**, które skłaniają się ku twierdzeniu, że funkcjonowanie rynku kapitałowego polega na wymianie obecnej siły nabywczej na przyszłą<sup>12</sup>. Przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym, zdaniem tego Autora, jest kredyt wykorzystywany na cele finansowania rozwoju<sup>13</sup>. **J. Schumpeter** uznaje obrót źródłami dochodu jako **istotę rynku kapitałowego**<sup>14</sup>.

W innych charakterystykach wyodrębniany jest **rynek pieniężny oraz inwestycyjny z rynku kredytowego**<sup>15</sup>. Podział ten jest bardzo ogólny, ponieważ pomija istotę pojęcia kapitałów pieniężnych, szczególnie strumieni kształtujących rynek pieniężny.

Dyskusyjne wydają się również niektóre interpretacje rynku kapitałowego, występujące w polskiej literaturze przedmiotu. Autorzy publikacji wyodrębniają z rynku kapitałowego: rynek czynników produkcji, rynek nieruchomości, rynek papierów wartościowych oraz rynek kredytowy<sup>16</sup>. W klasyfikacjach tych rozpatrywane są jednocześnie kapitały rzeczowe i pieniężne, z pominięciem rozbieżności funkcjonalnych między nimi. Podstawową przeciwagę merytoryczną dla tej interpretacji stanowi praktyka, na bazie której można wnioskować, że rynek kapitałów pieniężnych wyróżnia się występowaniem **silnych dziennych wahań, w zakresie kształtowania się podaży i popytu**. Ta cecha odróżnia opisywany rynek od innych rynków kapitałowych, charakteryzujących się pewną stałością podaży i popytu<sup>17</sup>.

Godne uwagi, dla podziału przedmiotowego rynku kapitałów pieniężnych, wydają się **kryteria zastosowane w wybranych pozycjach literatury zachodniej**. Charakteryzują się one różnorodnością i odmiennością definicji opisywanych kapitałów i mogą stanowić przedmiot znacznie szerszego, od prezentowanego, interesującego opracowania o charakterze intelektualnym. W stosowanych klasyfikacjach rzadko prezentowana jest orientacja na kryterium efektywnego, ściśle określonego czasu „życia” instrumentu. W tym zakresie istnieje arbitralność. W ramach przeprowadzanych dezagregacji, prezentowane są najczęściej podziały o charakterze pragmatycznym i historycznym<sup>18</sup>.

**W wybranych klasyfikacjach niemieckich rynek kapitałów pieniężnych podlega szerokim podziałom** i dzielony jest na: rynek pieniądza, rynek długoterminowych kapitałów pieniężnych oraz pozostałe rynki finansowe (bez określenia istoty rynku finansowego). Z kolei rynek długoterminowych kapitałów pieniężnych stanowi płaszczyznę wyodrębnienia rynku: — kapitałowego w wąskim znaczeniu, przez co postanowiono określać zorganizowany rynek papierów wartościowych,

<sup>12</sup> J. Schumpeter, op. cit., s. 200 - 201.

<sup>13</sup> W toku rozwoju gospodarczego rynek ten staje się rynkiem samych źródeł dochodu. Sprzedaż takich źródeł dochodu stanowi metodę zdobywania kapitału, natomiast zakup, metodę jego wykorzystywania.

<sup>14</sup> J. Schumpeter, op. cit., s. 140.

<sup>15</sup> P. Zamora, *Organizacja i funkcjonowanie rynku kapitałowego*, AE Kraków 1992, s. 6.

<sup>16</sup> A. Sopoćko, *Gielda papierów wartościowych*, PWE, Warszawa 1991, s. 10.

<sup>17</sup> J. Madura, *Financial Markets and Institutions*, West Publishing Co., New York 1989, s. 37.

<sup>18</sup> *Lexikon der Banken*, Berlin 1976, s. 523.

— kapitałowego w pozostałym znaczeniu<sup>19</sup>.

Przyjęto jednocześnie, że **rynek zorganizowany** to taki, który działa zgodnie z pewnymi regułami pozwalającymi zmniejszać koszty przeprowadzania transakcji i gdzie handlowcy mogą powszechnie dokonywać wymiany<sup>20</sup>.

Występowanie rynków zorganizowanych stanowi przyczynę klasyfikacji, którą proponuje **M. Brett**. Ekonomista ten dzieli rynek pieniężny na rynek depozytów oraz instrumentów dłużnych, bardzo zbliżonych do pieniądza, bo szybko zbywalnych<sup>21</sup>.

Umowność podziałów rynku kapitałów pieniężnych również akcentują współcześni **ekonomiści angielskojęzyczni**. Przykładowo **R. Robinson** i **R. Wrightsman**, jako kryterium podziału przyjmują cel oferty. Na tej podstawie wydzielają rynek kapitałowy papierów wartościowych. Rynek ten, według ich opinii, przyczynia się do mobilizacji pieniędzy, w celu sfinansowania wydatków inwestycyjnych, dzięki emisji korporacyjnych walerów. Zdaniem tych Autorów, transakcje na rynku pieniężnym generalnie nie obejmują zmian w realnych inwestycjach i oszczędnościach. Natomiast zaspokajają one potrzeby gospodarowania pieniądzem, występującym częściowo w nadmiarze lub w niedostatku. Ostatecznie przyjmują **sztuczny podział rynku kapitałów pieniężnych, zaliczając do rynku pieniężnego kontrakty kredytowe z limitem płatności do jednego roku, a do kapitałowego powyżej tej granicy**<sup>22</sup>.

Należy zaznaczyć, że **podziały** rynku kapitałów pieniężnych **oparte na kryteriach czasowych są dyskusyjne**, ponieważ krótkie terminy zobowiązań na rynku pieniężnym są zmienne i jak już wcześniej stwierdzono, arbitralne. Zachodni ekonomiści skłaniają się ku stwierdzeniu, w ramach prowadzonych dyskusji, że długie i krótkie terminy użyczania bądź zapożyczania, nie są li tylko związane z okresem istnienia zobowiązania<sup>23</sup>. Długie terminy umów zakładają różne okresy lokat. Natomiast to, co my uznamy za długi termin jest odczuciem subiektywnym, a więc zobowiązanie powyżej jednego roku jest również dozwolone w ramach funkcjonowania rynku krótkoterminowych kapitałów pieniężnych<sup>24</sup>.

**Wybrani ekonomiści kwestionują także podział rynku kapitałów pieniężnych na rynek pieniężny i inwestycyjny**. Uważają, że wzrost płynności papierów wartościowych, powoduje, iż te same zasoby pieniężne mogą występować zarówno na rynku pieniężnym, jak i na rynku finansowym<sup>25</sup>. Można z tym stwierdzeniem się zgodzić, biorąc pod uwagę aktualny dynamiczny rozwój zorganizowanych rynków długoterminowych kapitałów pieniężnych. Zdaniem niektórych ekonomistów, hipoteza ta jest dyskusyj-

<sup>19</sup> G. Prost, *Geldmarkt und Geldmarkt Politik*, Wien 1987, s. 34 - 36.

<sup>20</sup> J. R. Hicks, *Perspektywy ekonomii. Szkice z teorii pieniądza i teorii wzrostu*, PWN, Warszawa 1987, s. 19.

<sup>21</sup> M. Brett, *Świat finansów*, BMiB, Warszawa 1992, s. 13 - 14.

<sup>22</sup> R. I. Robinson, D. Wrightsman, *Financial Markets The Accumulation and Allocation of Wealth*, McGraw-Hill Book Company 1980, s. 9.

<sup>23</sup> W. Hosen, F. Zahn, *Monetary theory, policy and financial markets*, McGraw-Hill Book Company, New York 1977, s. 196.

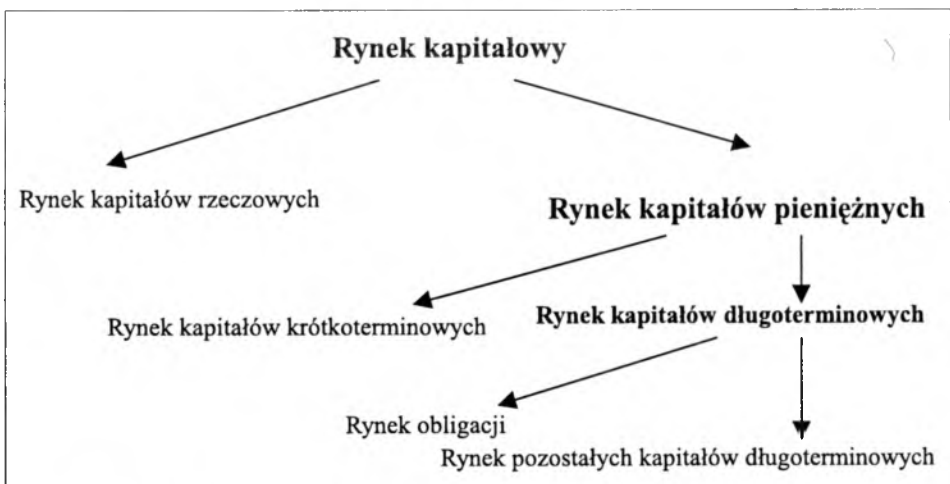
<sup>24</sup> A. Haluk, *The Integration of International Capital Markets*, Edward Elgar Publishing Company 1995, s. 6.

<sup>25</sup> Z. Kowalczyk, *Strumienie finansowe w gospodarce kapitalistycznej*, PWN, Warszawa 1978, s. 25 - 26.

na, ponieważ odmienny jest charakter popytu i podaży na tych dwóch rynkach oraz rządzą się one odrębnymi prawami<sup>26</sup>.

Kwestia podziału rynku kapitałów pieniężnych, jak wynika z dotychczas zaprezentowanych poglądów, nie została jednorodnie rozwiązana. W tym wypadku należy posiłkować się przemyśleniami tych ekonomistów, którzy potrafią w zastosowanej systematyce uwypuklić współczesne cechy konstytuujące rynek kapitałów pieniężnych. Ograniczają w ten sposób wiele zastrzeżeń, wskazanych w treści artykułu. Teoretycy ci proponują przyjmować ostre podziały wzmiankowanego rynku, a jednym z pierwszych jego zwolenników jest **D. M. Darst**. Wnioskuje on o zastosowanie jako kryterium podziału rynku kapitałów pieniężnych pewnego rodzaju walorów, a mianowicie o stałym oprocentowaniu. Autor bierze pod uwagę obligacje. Na tej podstawie z **rynku kapitałów pieniężnych wyodrębnia: rynek obligacji i rynek pieniężny**<sup>27</sup>. Zaproponowany przez niego podział ma charakter przedmiotowy, bliżej funkcyjny, a nie czasowy.

W praktyce oraz w literaturze z zakresu funkcjonowania rynku kapitałowego, przyjęto bardzo wąskie jego ujęcie, utożsamiając z tym rynkiem tylko rynek długoterminowych papierów wartościowych. Jest to jednak typowo giełdowe określenie i wydaje się, że niestuszne. Przecież rynek kapitałowy, jak wcześniej stwierdzono, to również rynek kapitałów rzeczowych. **Pierwsza dezagregacja powinna więc dzielić rynek kapitałowy, na rynek kapitałów rzeczowych oraz pieniężnych**. Natomiast **kolejna może przyjmować ściśle podziały**, wskazując przedmiotowo poszczególne rodzaje rynków, wydzielonych z rynku kapitałów pieniężnych.



Schemat 2. Przykładowy podział rynku kapitałowego według kryteriów ostrych

Źródło: Opracowanie własne.

<sup>26</sup> Tamże, s. 27.

<sup>27</sup> D. M. Darst, *The Handbook of The Bond and Money Markets*, McGraw-Hill Book Company 1981, s. 122 - 123.

Przyjmując, że podział wskazanego rynku charakteryzuje się arbitralnością, podjęto przykładową próbę zakwalifikowania obligacji do rynku kapitałów krótkoterminowych bądź długoterminowych. Działanie takie uzasadniono spostrzeżeniem, że na przepływ funduszy pieniężnych między podmiotami gospodarującymi można spojrzeć – jak się wydaje – z dwóch punktów widzenia. Pierwszy z nich związany jest z obserwacją podmiotu zasilającego, inaczej; wierzyciela, lokującego, rentiera, inwestora. Z kolei drugi charakteryzuje przepływy kapitałowe od strony podmiotu zasilanego, czyli dłużnika. W pierwszym przypadku, jeżeli transakcja ma charakter długoterminowy, zaliczamy ją do rynku długoterminowych kapitałów pieniężnych. Natomiast, gdy ma ona charakter krótkoterminowy – do rynku krótkoterminowych kapitałów pieniężnych.

Przy takim podejściu mogą pojawić się rozbieżności między *ex ante* – zamierzonymi a *ex post* – osiągniętymi okresami pozostawienia kapitałów do dyspozycji dysponenta. Takie spojrzenie na strukturę czasową strumieni finansowych, spowodowało konieczność przyjęcia drugiego punktu widzenia, co oznacza, że okres w którym podmiot zasilany rozporządza środkami płatniczymi jest decydujący, z punktu widzenia podziału rynku kapitałów pieniężnych na rynki kapitałów krótko i długoterminowych. Gdy kapitały nie mogą być odebrane, np. kapitał akcyjny, bądź natychmiast wykupione przez emitenta np. obligacje, to taki obrót ma miejsce na rynku długoterminowych kapitałów pieniężnych i właśnie dlatego obligację zaliczono do tego rynku<sup>28</sup>.

Na podstawie przekazanych konstatacji oraz własnych spostrzeżeń przyjęto, że podział rynku kapitałów pieniężnych uzależniony jest od zastosowanego kryterium podziału. W konsekwencji stwierdzono, że **kapitały pieniężne składają się z dwóch strumieni funduszy, a mianowicie; z kapitałów krótkoterminowych oraz kapitałów długoterminowych. W ramach kapitałów długoterminowych wydzielono rynek obligacji oraz pozostałych kapitałów długoterminowych.** Ścisły podział rynku długoterminowych kapitałów pieniężnych, uzasadniono tym, że obligacja może spełniać nie tylko funkcje inwestycyjne, rozwojowe, ale równie dobrze może stanowić instrument długu publicznego. Taki **podział rynku kapitałowego**, charakteryzuje się pewnym dualizmem, bowiem z jednej strony **informuje o celu przeznaczenia kapitałów pieniężnych**, z drugiej zaś **dokonyje klasyfikacji strumieni w ujęciu czasowym.** Jednocześnie należy zauważyć, że **między obu rynkami kapitałów występuje stałe przemieszczanie funduszy pieniężnych, odbywa się ciągle transformacja kapitałów krótkoterminowych na długoterminowe i odwrotnie.** Przyjętą w opracowaniu cechą charakterystyczną rynku kapitałów długoterminowych jest **przekształcenie różnego rodzaju wolnych kapitałów pieniężnych w tzw. kapitały związane**, tj. w kapitały obligacyjne i akcyjne. Narzędziem tak określanej transformacji jest zawsze papier wartościowy, który wiąże źródło finansowe z emitentem<sup>29</sup>.

<sup>28</sup> Należy zaznaczyć, że obligacja będąca długoterminowym funduszem dla emitenta, przez możliwość jej zbycia na rynku wtórnym, może stanowić krótkoterminową lokatę dla wierzyciela, co i tak nie zmienia jej przynależności, jako instrumentu, do rynku długoterminowych kapitałów pieniężnych.

<sup>29</sup> Z. Knakiewicz, *Rynek pieniężno-kredytowy i polityka finansowa państwa kapitalistycznego*, w: *Finanse w gospodarce kapitalistycznej*, AE Poznań 1986, s. 53.

Na zasoby pieniężne stanowiące o **podaży** na rynku kapitałów długoterminowych składają się:

- oszczędności ludności przeznaczone na przyszłe zakupy, bądź lokatę, w papierach wartościowych przynoszących dochód,
- dochody (oszczędności) gromadzone przez banki i inne instytucje finansowe,
- dochody gromadzone przez państwo za pomocą systemów podatkowych oraz długu publicznego,
- część zysków przedsiębiorstw pozostająca po dokonaniu podziału zysków; są to zasoby finansowe, dla których poszukuje się dochodowej i bezpiecznej lokaty<sup>30</sup>.

Infrastrukturę ekonomiczną rynku długoterminowych kapitałów pieniężnych stanowią: oszczędności indywidualne gospodarstw domowych, oszczędności zbiorowe towarzystw społecznych i ubezpieczeniowych, funduszy emerytalnych, zyski przedsiębiorstw oraz oszczędności gromadzone przez budżet.

Mechanizm funkcjonowania długoterminowego rynku kapitałów pieniężnych wiąże przeciwstawne interesy stron transakcji kapitałami pieniężnymi. Wynika z tego, że oprócz podaży, w ramach wskazanego mechanizmu, analizowany jest również popyt.

**Popyt** na kapitały długoterminowe jest zgłaszany na rynku tychże kapitałów przez emitentów, do których można zaliczyć:

- państwo i organy samorządowe (lokalne), emitujące rozmaite pożyczki w celu pokrycia swoich potrzeb finansowych,
- przedsiębiorstwa państwowe zaciągające na tym rynku pożyczki w postaci akcji i obligacji,
- przedsiębiorstwa prywatne wypuszczające papiery wartościowe o dochodzie stałym lub zmiennym,
- instytucje o charakterze publiczno-prawnym plasujące walory w celu realizacji inwestycji.

Między wskazanymi uczestnikami rynku kapitałów pieniężnych istnieje bezpośrednia więź, dzięki posługiwaniu się w zawieranych transakcjach papierem wartościowym. **Transakcje te powstają w mechanizmie rynkowym**, przy współdziałaniu pośredników finansowych. Podstawowym zadaniem wspomnianego mechanizmu jest transformacja wkładów krótkoterminowych, średnioterminowych i długoterminowych na wierzytelności długoterminowe, np. obligacje bądź na lokaty udziałowe w przedsiębiorstwach, np. akcje.

W mechanizmie rynkowym analizowane jest także przemieszczanie niewykorzystanych w kraju oszczędności na wierzytelności zagraniczne, tj. obligacje zagraniczne lub udziały kapitałowe. Poddaje się wówczas pod rozwagę złożony problem ruchu kapitału, związany z jego importem bądź eksportem.

Powyżej wskazana klasyfikacja zapewne nie ujmuje wszystkie strony transakcji długoterminowymi kapitałami pieniężnymi, ale będąc fragmen-

<sup>30</sup> Z. Kowalczyk, op. cit., s. 24.

taryczną i tak część transakcji musi omijać, bowiem **nie wszystkie kapitały długoterminowe przechodzą przez rynek inwestycyjny**. Zaliczyć można do nich między innymi wzajemne pożyczki udzielane sobie przez przedsiębiorców i poszczególnych ludzi, a więc takie transakcje, które mają przede wszystkim miejsce na niezorganizowanym rynku długoterminowych kapitałów pieniężnych.

Poruszona w opracowaniu tematyka stanowi „pożywkę” dla dalszych dyskusji, polemik. Autorka artykułu pozwoliła sobie jedynie na erystykę, odnoszącą spostrzeżenia do kwestii wyodrębnienia rynku długoterminowych kapitałów pieniężnych z rynku kapitałów pieniężnych. Zaprezentowana w eseju problematyka wydaje się istotna dla dalszych opracowań, dotyczących funkcjonalnej klasyfikacji rynku kapitałów pieniężnych. Stwierdzenie to należy popierać z wielu powodów, chociażby z tego, aby wyeliminować z polskich publikacji ekonomicznych błąd jednorodności podziałów. Błąd ten wynika najczęściej, jak się wydaje, z braku wnikliwości badawczej i małego rozeznania co do materii klasycznej literatury przedmiotu, powstałej przecież nie tylko na bazie przemysłów teoretycznych, ale również obserwacji praktyki.

#### A MARKET OF LONG-TERM FINANCIAL CAPITALS WITHIN THE STRUCTURE OF FINANCIAL CAPITALS MARKET

#### S u m m a r y

The systematic of financial capital markets is not homogeneous. Contemporarily used in Polish literature criteria of disaggregation of financial market into money market and capital market seem to be too enigmatic. Classic literature of the subject, as well Polish as world-wide, strays from such a canon division. Some of classifications presented in the article are rather artificial, however a majority of them is based on monitoring changes that do constitute circulation money and economic development.

The article is presenting criteria of division of financial capital markets with particular reference to objects structure of the market of long-term financial capitals. Main lines of division of this market – as applied in English and German literature – are indicated. They are compared, too, with those applied once in classical positions of Polish scientific output as well as with other national papers which occurred to be questioned by some of the experts.

Final part of the article is devoted to the Authors' attempt of an own interpretation (if not: new further segmentation) of the market of long-term financial capitals within the structure of financial capital – with having recourse to sharper criteria of this proposed division.