

MACIEJ PAWŁOWSKI

RYNEK KRÓTKOTERMINOWYCH PAPIERÓW DŁUŻNYCH PRZEDSIĘBIORSTW W POLSCE

Zakres pojęciowy i charakterystyka krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw

W rozwiniętych gospodarkach rynkowych krótkoterminowe papiery dłużne odgrywają szczególną rolę w finansowaniu działalności przedsiębiorstw kapitałem zewnętrznym obcym. Emisja walorów tej klasy umożliwia transfer kapitałów od uczestników struktury rynku pieniężnego, charakteryzujących się nadwyżkami środków pieniężnych, do miejsca jego zapotrzebowania – podmiotu gospodarczego. Z gospodarczego punktu widzenia, emisja krótkoterminowych papierów dłużnych stanowi instrument finansowania bezpośredniego, a rozwój tej techniki pozyskiwania zwrotnych środków finansowych wykreował alternatywny w stosunku do kredytu bankowego sposób pozyskiwania krótkoterminowego kapitału¹.

Określenie krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw odnosi się do niezabezpieczonych, zbywalnych zobowiązań pieniężnych, emitowanych w formie dyskontowego papieru wartościowego, imiennego bądź na okaziciela, charakteryzującego się wysokim nominałem i terminem realizacji nieprzekraczającym jednego roku². Inna definicja mówi, iż krótkoterminowe papiery dłużne stanowią wystandaryzowaną formę kredytu, podzieloną na części reprezentowane przez rynkowe instrumenty dłużne, stanowiące przedmiot obrotu³. W kolejnym ujęciu, krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw stanowią niepubliczne, dyskontowe papiery wartościowe o charakterystyce krótkoterminowej, emitowane przez niefinansowe podmioty gospodarcze celem finansowania działalności operacyjnej⁴.

Przytoczone definicje dowodzą dużej rozpiętości i różnorodności w pojmowaniu terminu **krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw**. Na gruncie polskiego rynku finansowego wyróżnienie tej kategorii nie ma charakteru prawnego i jest jedynie pojęciem ekonomicznym, którego zdefiniowanie uwarunkowane jest podstawą prawną emisji

¹ J. Mojak: *Prawo papierów wartościowych*, LexisNexis, Warszawa 2010, s. 105.

² M. Nowak: *Emisja papierów komercyjnych w Polsce*, Twigger SA, Warszawa 1999, s. 17.

³ *Instrumenty dłużne w gospodarce*, red. D. Czechowska, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 93.

⁴ J. Onoszko: *Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych w Polsce*, „Bank i Kredyt”, kwiecień 2003, s. 110.

instrumentów tego rodzaju. Pomimo braku jednoznaczności w aspekcie terminologii zagadnienia⁵, funkcja, jaką mają pełnić krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw jest w każdym wariantcie taka sama – pokrycie zapotrzebowania na kapitał operacyjny w drodze emisji niezabezpieczonych papierów wartościowych z terminem wykupu nieprzekraczającym jednego roku.

Niezależnie od konstrukcji prawnej wykorzystanej przez przedsiębiorstwa w procesie emisji krótkoterminowych papierów dłużnych, analizowane instrumenty wykazują określone, wspólne dla całego zbioru walorów, właściwości. Zasadniczo krótkoterminowe papiery dłużne są emitowane w postaci zdematerializowanych instrumentów dyskontowych, co oznacza, że emitowane walory przyjmują formę zapisu elektroniczno-księgowego i są oferowane na rynku pierwotnym poniżej ich wartości nominalnej (choć zdarzają się konstrukcje o podstawie odsetkowej). Instrumenty plasowane są na rynku w formie papierów na okaziciela, charakteryzujących się wysokim nominałem jednostkowym, o przeciętnej wartości 100 000 zł. W konsekwencji powyższego, krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw są oferowane na rynku pierwotnym inwestorom instytucjonalnym – departamentom inwestycyjnym banków, funduszom inwestycyjnym, towarzystwom ubezpieczeniowym czy funduszom emerytalnym⁶.

W klasycznej formie krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw są niezabezpieczonymi instrumentami rynku pieniężnego⁷. Przynależność instrumentów do tego segmentu rynku finansowego bezpośrednio determinuje horyzont realizacji świadczeń wynikających z emisji papierów oraz kierunek alokacji pozyskanego kapitału (finansowanie środków obrotowych). W praktyce gospodarczej często stosowanym rozwiązaniem jest opracowanie i realizacja procesu emisyjnego uwzględniającego rolowanie zapadających transz⁸, czyniąc krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw instrumentem finansowania średnio- i długoterminowego.

Szczególną właściwością omawianych aktywów finansowych jest brak występowania zabezpieczenia dla plasowanych na rynku walorów krótkoterminowych⁹. Taka konstrukcja oznacza, że gwarancją zaspokojenia zobowiązania emitenta wobec nabywcy papieru dłużnego jest kondycja finansowa emitenta – jego płynność oraz zdolność do generowania dodatniego wyniku finansowego. Na dojrzałych rynkach papierów dłużnych gwarancją zwrotu długu jest *rating* przedsiębiorstwa finansującego swoją działalność przy wykorzy-

⁵ W Polsce krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw są określane również jako bony komercyjne, bony inwestycyjne, bony dłużne, bony handlowe, papiery komercyjne, skrypty dłużne, komercyjne weksle inwestycyjno-terminowe.

⁶ S. Antkiewicz: *Polski rynek obligacji i innych dłużnych papierów wartościowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2009, s. 114–115.

⁷ *Rynek pieniężny i kapitałowy*, red. I. Pyka, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2003, s. 85.

⁸ Szerzej: M. Al.-Kaber: *Rynek kapitałowy w Polsce*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Białymstoku, Białystok 2003, s. 127.

⁹ *Rynek pieniężny...*

staniu krótkoterminowych papierów dłużnych. W odniesieniu do realiów krajowego systemu finansowego, *rating* jest instrumentem o marginalnym znaczeniu. W związku z tym celem uatrakcyjnienia oferty kierowanej na rynek, wprowadza się zabezpieczenia interesu inwestorów w postaci poręczenia, akceptu bankowego, linii kredytowej oraz rządziej stosowanych – zabezpieczeń rzeczowych (hipoteka, zastaw).

Omówiona charakterystyka krótkoterminowych papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa jednoznacznie wskazuje, iż jest to instrument finansowania dostępny dla ograniczonego grona potencjalnych emitentów, charakteryzujących się wiarygodną pozycją na rynku oraz dobrym standingiem finansowym, popartym wysoką notą ratingową. Podmioty finansujące swoją działalność przy wykorzystaniu analizowanych walorów finansowych (spółki prawa handlowego, przedsiębiorstwa państwowe), podzielić można na dwie zasadnicze grupy¹⁰:

- przedsiębiorstwa krajowe (notowane na giełdzie oraz spółki pozagiełdowe),
- przedsiębiorstwa stanowiące części międzynarodowych koncernów, działające według prawa polskiego.

Podstawy prawne oraz proces emisyjny krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw

Emisja krótkoterminowych papierów dłużnych w systemie polskiego prawa papierów wartościowych nie została dotychczas jednoznacznie usankcjonowana. Brak bezpośrednich regulacji w zakresie emisji i obrotu tymi instrumentami powoduje, iż emisje krótkoterminowych papierów dłużnych opierają się na trzech zasadniczych aktach prawnych, którymi są:

1. Ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 r. – Prawo wekslowe¹¹;
2. Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny¹²;
3. Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. – O obligacjach¹³.

Emisja komercyjnych papierów dłużnych na podstawie Prawa wekslowego¹⁴ jest procesem technicznie najprostszym. Kreowane walory przyjmują formę weksła własnego lub praw do świadczeń wynikających z weksła globalnego (obejmującego wartość całej transzy walorów) zdeponowanego w banku organizującym emisję¹⁵. Wśród zalet tej formy emisji krótkoterminowego długu wymienia się korzyści o charakterze finansowym (brak opłaty skarbowej przy przenoszeniu własności instrumentów na rynku wtórnym), organizacyjnym (nieskomplikowana procedura emisji, brak obowiązków informacyjnych spoczywających

¹⁰ S. Antkiewicz: *op.cit.*, s. 119.

¹¹ DzU 1936, nr 37, poz. 282.

¹² DzU 1994, nr 16, poz. 93 z późn. zm.

¹³ DzU 2001, nr 120, poz. 1300.

¹⁴ Wykreowane na podstawie *Prawa Wekslowego* walory finansowe są określane jako komercyjne weksle inwestycyjno-terminowe, weksle inwestycyjno-komercyjne, weksle inwestycyjno-dyskontowe.

¹⁵ D. Dziawgo: *Rynek finansowy. Istota – instrumenty – funkcjonowanie*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Zarząd Główny w Warszawie, Centralny Ośrodek Szkolenia Zawodowego, Warszawa 2007, s. 148–149.

na emitencie, możliwość przeprowadzenia emisji o nieokreślonym celu pozyskania kapitału¹⁶ oraz prawnym (prosta procedura windykacji należności w drodze postępowania nakazowego). Wątpliwości budzi jednak fakt wystawiania dokumentu wekslowego w serii, co jest działaniem niezgodnym z tradycyjną funkcją weksla własnego.

Alternatywnym źródłem prawa dla emisji krótkoterminowych, komercyjnych papierów dłużnych jest Kodeks cywilny. Walory kreowane na podstawie tego aktu prawnego¹⁷ są zobowiązaniem pieniężnym o charakterze pożyczkowym. Stanowią one krótkoterminową notę imienną zobowiązującą podmiot emitujący instrumenty do zwrotu określonej kwoty w ustalonym terminie. W świetle zapisów normatywnych, powstały stosunek łączący emitenta z inwestorem nie nosi znamion papieru wartościowego, dlatego też nie może zostać zakwalifikowany do tej grupy instrumentów finansowych. Wykorzystanie tej konstrukcji prawnej przy emisji krótkoterminowego długu przedsiębiorstw charakteryzuje się niższym kosztem pozyskania środków finansowych oraz stosunkowo długą i skomplikowaną procedurą potencjalnej egzekucji długu (w drodze postępowania cywilnego)¹⁸.

Najmłodszą wśród omawianych podstaw emisji krótkoterminowych papierów dłużnych jest Ustawa o obligacjach. Oferowane na jej podstawie instrumenty zdefiniować można jako emitowane w serii krótkoterminowe papiery wartościowe poświadczające wiarytelność obejmującą zobowiązanie dłużne emitenta wobec nabywcy instrumentu. Możliwość emisji krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw, w formie obligacji, została wprowadzona nowelizacją Ustawy o obligacjach z 2000 r. Ustawa w nowym brzmieniu nie określała minimalnego okresu zapadalności instrumentów, zniosła obowiązek ustanawiania zabezpieczenia dla emitowanych walorów oraz dopuszczała emisję walorów o niezdefiniowanym celu pozyskiwania kapitału. Proponowanie nabycia instrumentów tej klasy może zostać przeprowadzone w formie publicznej subskrypcji (oferty skierowanej do nieoznaczonego adresata) bądź oferty prywatnej (skierowanej do nie więcej niż 100 podmiotów, przy wyłączeniu środków masowego przekazu)¹⁹. Jednak w praktyce gospodarczej, właściwie wszystkie emisje przeprowadzane są w trybie oferty niepublicznej.

Niewątpliwą zaletą emisji krótkoterminowych papierów dłużnych na podstawie Ustawy o obligacjach jest poszerzenie grona potencjalnych inwestorów o podmioty, które w obecnym stanie prawnym nie posiadają możliwości inwestowania w papiery wartościowe kreowane na podstawie Prawa wekslowego czy Kodeksu cywilnego, np. towarzystwa ubezpieczeniowe. Wskazać również należy, iż Ustawa o obligacjach znajduje najszerze zastosowanie w procesie emisji krótkoterminowego długu przez przedsiębiorstwa. W roku 2009 ponad 90% walorów tej klasy emitowane były w formie obligacji krótkoterminowej.

¹⁶ Szerzej: *Instrumenty dłużne...*, s. 97.

¹⁷ Określane bonami komercyjnymi, handlowymi, inwestycyjnymi, dłużnymi.

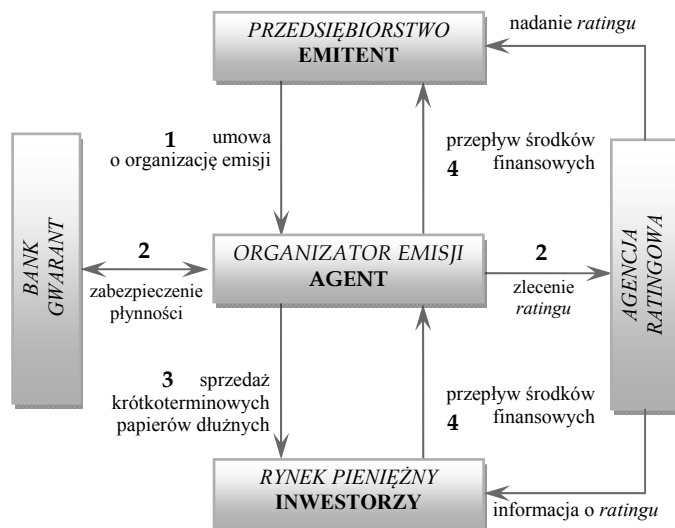
¹⁸ M. Al-Kaber: *Struktura funkcjonalna rynku kapitałowego i jego rozwój w Polsce*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Białymstoku, Białystok 2007, s. 214–215.

¹⁹ S. Antkiewicz: *op.cit.*, s. 117.

Nienależnie od wykorzystanej konstrukcji prawnej, struktura emisji krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw przyjąć może jedno z dwóch modelowych rozwiązań²⁰:

- **emisji bezpośredniej**, w ramach której podmiot emitujący krótkoterminowe papiery dłużne obejmuje również funkcję agenta emisji, zajmującego się organizacją i obsługą programu,
- **emisji pośredniej**, opierającej się na budowie struktury finansowania uwzględniającej pośrednika finansowego (agenta emisji).

W praktyce gospodarczej zdecydowana większość przeprowadzanych emisji krótkoterminowych papierów dłużnych przyjmuje formę emisji pośredniej. Przesłanką takiego kształtowania procesu emisji jest przede wszystkim niższy koszt pozyskania kapitału²¹ oraz wyższa skuteczność emisji. Warto wskazać, iż na emisję bezpośrednią decydują się przede wszystkim amerykańskie instytucje finansowe.



Rys. 1. Modelowe ujęcie pośredniego procesu emisji krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw

Źródło: opracowanie własne na podstawie: W. Dębski: *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 40.

²⁰ F.J. Fabozzi: *The handbook of financial instruments*, Wiley & Sons, Inc., New Jersey 2002, s. 159–160.

²¹ Struktura ta nie wymaga rozbudowy struktury przedsiębiorstwa o jednostki/działy zajmujące się organizacją i obsługą programu emisji krótkoterminowych papierów dłużnych.

Proces pośredniej emisji krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw można zobrazować wyróżniając jego cztery zasadnicze etapy (rys. 1):

- 1 – zawarcie umowy z agentem emisji (bankiem, biurem maklerskim) o świadczenie usług w zakresie organizacji i obsługi programu finansowania; bank przede wszystkim zobowiązuje się do emisji papierów dłużnych, przy czym możliwe jest zawarcie umów dodatkowych, na mocy których pośrednik będzie pełnił również rolę gwaranta emisji (obejmując jej niesprzedaną część na rachunek własny) oraz agenta płatniczego (świadczenie usług związanych z obsługą sprzedaży i wykupu instrumentów); na tym etapie składane jest zlecenie emisji wraz z określeniem jej parametrów oraz programu;
- 2 – następnie agent emisji zawiera (fakultatywne) umowy z podmiotami zewnętrznymi, których przedmiotem są instrumenty gwarantujące płynność programu (np. linia kredytowa) oraz zlecenie nadania *ratingu*; na podstawie dotychczasowych czynności opracowywane jest memorandum informacyjne prezentujące najważniejsze informacje o emitencie oraz emitowanych walorach finansowych;
- 3 – agent emisji oferuje instrumenty wyselekcjonowanej grupie inwestorów oraz plasuje walory na rynku;
- 4 – następuje przepływ środków finansowych z rynku pieniężnego (od inwestorów) do źródła zapotrzebowania (emitenta).

Koszty przeprowadzonej oferty krótkoterminowych papierów dłużnych podzielić można na koszty przygotowania programu emisji (prowizja agenta za opracowanie programu, koszty nadania *ratingu*) oraz koszty proporcjonalne do wysokości zaabsorbowanych środków finansowych (koszty dyskonta, opłaty skarbowe, kosztu obsługi programu przez agenta emisji)²². Według szacunków, łączne koszty pozyskania kapitału w drodze emisji krótkoterminowego długu stanowią od 0,15 do 4% wartości emitowanych walorów²³.

Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw w Polsce

Krajowy rynek krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw, pomimo niemal dwudziestoletniej historii²⁴ w strukturach współczesnego rynku finansowego, znajduje się we wczesnym stadium rozwoju. Poziom dojrzałości rynku można ocenić przyjmując za kryterium tempo wzrostu w zakresie obrotów instrumentami, liczby emitentów i wyemitowanych transz papierów oraz liczby organizatorów emisji²⁵.

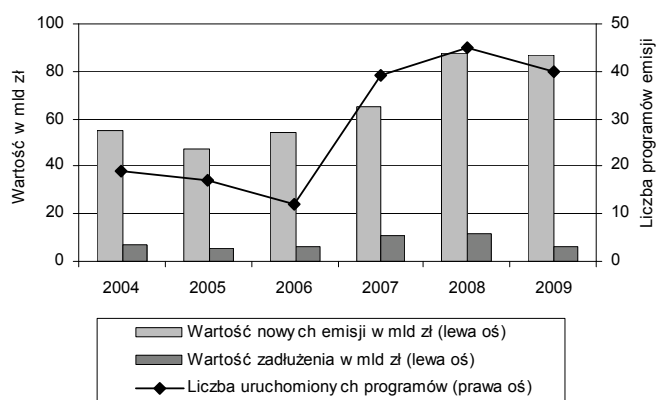
²² S. Antkiewicz: *op.cit.*, s. 119.

²³ *Instrumenty dłużne...*, s. 102.

²⁴ Pierwsze transakcje krótkoterminowymi papierami dłużnym emitowanymi przez przedsiębiorstwa miały miejsce w 1992 roku – uplasowano 8 emisji instrumentów o łącznym nominale 3,8 mln zł; K. Czerkas: *Bankowość inwestycyjna w systemie finansowym. Wnioski dla Polski*, Materiały i Studia nr 93, Narodowy Bank Polski, Warszawa 1999, s. 88.

²⁵ *Instrumenty dłużne...*, s. 107.

Poddając analizie rynek krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw z perspektywy wolumenu plasowanych na nim instrumentów, dostrzec można rosnącą wartość nowych emisji. Obserwowana w latach 2005–2007 dynamika wzrostu wartości nowo emitowanych walorów oscylowała wokół 15–20% rocznie. Kryzys finansowy 2007–2008, wyrażający się zmianą warunków prowadzenia działalności przedsiębiorstw oraz ograniczeniem polityki kredytowej banków wobec podmiotów gospodarczych, znacząco wpłynął na wzrost wartości emisji korporacyjnych papierów dłużnych o charakterystyce krótkoterminowej. Na koniec 2008 roku odnotowano 35% wzrost wartości emitowanych przez przedsiębiorstwa instrumentów krótkoterminowych, zaś w roku następnym wolumen wyemitowanych papierów dłużnych osiągnął wartość blisko 87 mld złotych (spadek o 0,7% w stosunku do roku poprzedniego). Spadek zainteresowania krótkoterminowymi papierami dłużnymi jako instrumentem zarządzania płynnością finansową, znajduje uzasadnienie w poprawie kondycji finansowej przedsiębiorstw obrazowanej m.in. wzrostem wartości nadwyżek finansowych deponowanych w bankach²⁶.



Rys. 2. Podstawowe parametry krajowego rynku krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw w latach 2004–2009

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Narodowego Banku Polskiego oraz agencji *Fitch Ratings*.

W rozpatrywanym okresie liczba uruchamianych programów emisji krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw uległa podwojeniu – w 2004 roku przeprowadzono 19 emisji krótkoterminowych papierów dłużnych, natomiast w 2009 roku – 40. Zastrzec jednak należy, iż pomimo zbliżonej liczby przeprowadzonych programów emisji oraz ich

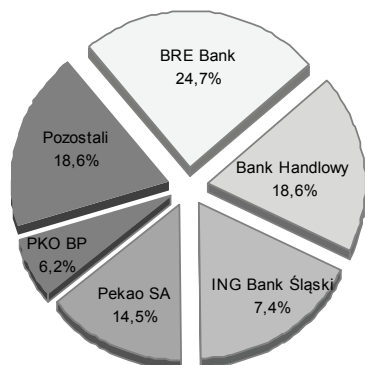
²⁶ Wartości (dane) charakteryzujące rynek krótkoterminowych papierów dłużnych pochodzą z: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2009 r.*, red. P. Sobolewski, D. Tymoczko, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2010, s. 262.

wartości w latach 2008–2009, zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu emisji krótkoterminowych papierów dłużnych na koniec 2009 zanotowało 46% spadek wartości (6,2 mld zł w relacji do 11,6 mld zł na koniec 2008 r.). Istotny wpływ na ujemną zmianę wartości rynku krótkoterminowych papierów dłużnych miały zmiany w strukturze terminowej plasowanych na rynku instrumentów. W analizowanym okresie największą grupę korporacyjnych papierów dłużnych stanowiły instrumenty, których realizacja następowała w ciągu miesiąca (około 70% wartości wszystkich wyemitowanych w 2009 roku instrumentów), zaś instrumenty wymagalne w perspektywie przekraczającej okres 3 miesięcy stanowiły niecałe 8%²⁷.

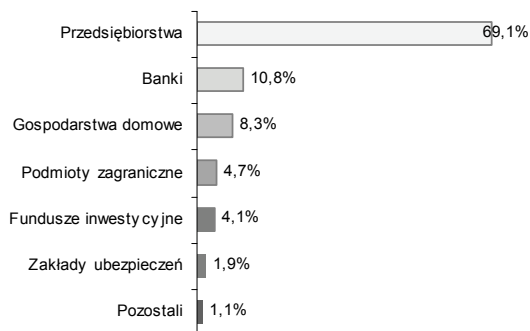
Ważny jest fakt, iż rynek krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw charakteryzował się wysokim stopniem koncentracji, zarówno z punktu widzenia emitentów, jak i organizatorów emisji. Blisko 25% wartości plasowanych instrumentów wygenerowane zostało przez grupę 3 podmiotów. Na tym tle warto wskazać, iż największych emisji dokonywały spółki publiczne z sektora budowlanego, energetycznego, telekomunikacyjnego oraz z branży paliwowej.

Organizacją emisji krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw w 2009 roku zajmowało się 14 instytucji, z tego 4 o największym udziale obsługiwały 75% rynku. Strukturę rynku organizatorów emisji krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw obrazuje rysunek 3a.

3a



3b



Rys. 3. Struktura rynku organizatorów emisji krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw (3a) oraz nabywców emitowanych walorów (3b) w 2009 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów *Narodowego Banku Polskiego* oraz agencji *Fitch Ratings*.

Banki, poza funkcją agenta emisji, realizowały również funkcję depozytariusza oraz organizowały obrót emitowanymi instrumentami. Niepubliczny charakter emisji krótkoterminowych papierów dłużnych znacząco ogranicza potencjalne grono inwestorów, w konse-

²⁷ *Ibidem*, s. 262–263.

kwencji rynek ten jest płytki i mało płynny. Ponadto stosunkowo krótki okres zapadalności znaczącej części emitowanych instrumentów ogranicza potencjalne korzyści wynikające z obrotu instrumentami, niekorzystnie wpływając na wielkość realizowanych na rynku transakcji.

Podsumowując, warto wskazać, iż krajowy rynek krótkoterminowych papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa stanowi 0,5% PKB. Na przestrzeni przyjętego okresu analizy, relacja ta wykazuje tendencję malejącą i należy do jednej z najniższych wartości odnotowywanych w strefie euro (np. w Portugalii wskaźnik ten przekracza 14%, zaś w Wielkiej Brytanii oscyluje wokół wartości 7%).

Podsumowanie

W strukturze krajowego rynku krótkoterminowych papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa zidentyfikować można szereg czynników dysfunkcyjnych, hamujących rozwój tego segmentu rynku. Wśród zasadniczych barier wymienia się:

- brak jednolitej podstawy prawnej dla emitowanych walorów finansowych,
- niedoskonałość systemu obrotu instrumentami, szczególnie w zakresie płynności instrumentów (brak zorganizowanego rynku wtórnego),
- brak scentralizowanego systemu rozliczeń prowadzonych transakcji,
- wysokie ryzyko inwestycyjne, wynikające z niedostatku informacji o emitencie papierów.

Obserwowany w analizowanym okresie wzrost wartości emitowanych przez krajowe przedsiębiorstwa walorów krótkoterminowych oraz liczby uruchomionych programów emisji świadczy o wzroście znaczenia tego instrumentu na krajowym rynku finansowym. Dalszy rozwój tego segmentu wymaga podjęcia próby zniwelowania zidentyfikowanych barier. Budowę scentralizowanego obrotu instrumentami o krótkoterminowej charakterystyce podjęto w ramach inicjatywy STEP²⁸, której implementacja przyczyniła się do wzrostu skali zainteresowania podmiotów emisją krótkoterminowego długu w strefie euro.

Literatura

- Al.-Kaber M.: *Rynek kapitałowy w Polsce*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Białymstoku, Białystok 2003.
- Al.-Kaber M.: *Struktura funkcjonalna rynku kapitałowego i jego rozwój w Polsce*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Białymstoku, Białystok 2007.
- Antkiewicz S.: *Polski rynek obligacji i innych dłużnych papierów wartościowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2009.

²⁸ *Short Term European Paper* – inicjatywa zakładająca stworzenie wspólnego standardu dla nieskarbowych, krótkoterminowych papierów dłużnych. Celem implementacji niniejszej strategii jest poprawa przejrzystości rynku oraz lepsza ocena ryzyka kredytowego; Szerzej: M. Al.-Kaber: *Rynek...*

- Czerkas K.: *Bankowość inwestycyjna w systemie finansowym. Wnioski dla Polski*, Materiały i Studia nr 93, Narodowy Bank Polski, Warszawa 1999.
- Dziawgo D.: *Rynek finansowy, Istota – instrumenty – funkcjonowanie*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Zarząd Główny w Warszawie, Centralny Ośrodek Szkolenia Zawodowego, Warszawa 2007.
- Fabozzi F.J.: *The handbook of financial instruments*, Wiley & Sons, Inc., New Jersey 2002.
- Instrumenty dłużne w gospodarce*, red. D. Czechowska, CeDeWu, Warszawa 2010.
- Mojak J.: *Prawo papierów wartościowych*, Wydanie 5, LexisNexis, Warszawa 2010.
- Nowak M.: *Emisja papierów komercyjnych w Polsce*, Twigger SA, Warszawa 1999.
- Onoszko J.: *Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych w Polsce*, „Bank i Kredyt”, kwiecień 2003.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2009 r.*, red. P. Sobolewski, D. Tymoczko, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2010.
- Rynek pieniężny i kapitalowy*, red. I. Pyka, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2003.
- DzU 1936, nr 37, poz. 282.
- DzU 1994, nr 16, poz. 93 z późn. zm.
- DzU 2001, nr 120, poz. 1300.

mgr Maciej Pawłowski
Uniwersytet Szczeciński
Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług
Katedra Finansów Przedsiębiorstwa

Streszczenie

Artykuł prezentuje podstawowe zagadnienia związane z funkcjonowaniem rynku krótkoterminowych papierów dłużnych w Polsce. Na wstępie dokonano charakterystyki krótkoterminowych papierów dłużnych oraz wskazano uregulowania związane z emisją tych instrumentów. Następnie przeprowadzono analizę rynku walorów tej klasy, wskazując jednocześnie na czynniki hamujące rozwój tego segmentu rynku finansowego.

COMMERCIAL PAPERS MARKET IN POLAND

Summary

The article presents the main aspects of commercial papers market in Poland. The first part of the paper describes the characteristic of commercial papers and shows types of issued securities based on polish law system. Afterwards, the polish commercial papers market has been analyzed with an attempt to identify constraints of its growth.