

Agnieszka Bartkiewicz

Politechnika Opolska

MOŻLIWOŚCI I OGRANICZENIA WYKORZYSTANIA KRÓTKOTERMINOWYCH PAPIERÓW DŁUŻNYCH W ZARZĄDZANIU PŁYNNOŚCIĄ FINANSOWĄ

1. Wstęp

Kształtowanie płynności finansowej w przedsiębiorstwie wiąże się z podejmowaniem decyzji o charakterze zarówno operacyjnym, jak i długofalowym. Kompleksowe zarządzanie płynnością finansową wymaga bowiem wypracowania przemyślanej długookresowej koncepcji, w ramach której możliwe będzie realizowanie bieżących działań. Nie zagłębiając się w problematykę różnic pomiędzy operacyjnym a strategicznym zarządzaniem płynnością finansową, można w uproszczeniu stwierdzić, że zarządzanie bieżące wiąże się z wyborem momentu pozyskiwania środków lub lokowania nadwyżek finansowych, natomiast zarządzanie strategiczne koncentruje się na opracowaniu koncepcji wskazującej sposoby eliminowania nadpłynności oraz źródła finansowania niedoborów płynności.

Specyficzną rolę w budowaniu strategii, będącej trzonem strategicznego zarządzania płynnością finansową, odgrywają krótkoterminowe papiery dłużne (KPD). Są one formą długu przedsiębiorstwa (emitenta) zaciągniętego u jego nabywcy (inwestora) w procesie emisji tych papierów, organizowanej i przeprowadzanej w imieniu i na rzecz emitenta przez agenta emisji, którym z reguły jest bank lub (rzadziej) biuro maklerskie [Onoszko 2003, s. 110]. Papiery komercyjne mają dwojaki wpływ na realizowaną strategię płynności: z jednej strony stanowią instrument lokowania środków pieniężnych, z drugiej natomiast – źródło pozyskania kapitału. Zarówno możliwości lokowania nadwyżek finansowych przez inwestorów, jak i dostęp podmiotów do emisji KPD w warunkach polskiego rynku finansowego są jednak ograniczone.

Celem artykułu jest identyfikacja tych uwarunkowań i określenie ich wpływu na faktyczne możliwości zarządzania płynnością finansową przedsiębiorstwa.

2. Definicja strategii zarządzania płynnością finansową

Strategia płynności finansowej jest przyjętą przez przedsiębiorstwo koncepcją zarządzania płynnością finansową, realizowaną przez:

- 1) świadome ukształtowanie relacji pomiędzy poszczególnymi składnikami aktywów obrotowych oraz pomiędzy nimi a całkowitym majątkiem przedsiębiorstwa,
- 2) dobór odpowiednich źródeł finansowania tak skonstruowanej struktury aktywów obrotowych.

Dobór poszczególnych składników majątkowo-finansowych oraz ustalenie występujących pomiędzy nimi proporcji opiera się na założeniu, że wysoki poziom¹ pewnych elementów może zapewnić firmie utrzymanie płynności finansowej, natomiast ich minimalizacja – spowodować utratę bezpieczeństwa finansowego. Nie istniałby dylemat w wyborze struktury składników aktywów obrotowych oraz źródeł ich finansowania, gdyby nie fakt, że utrzymanie wysokiego poziomu płynności musi się odbywać kosztem wysokiej rentowności przedsiębiorstwa. Biorąc to pod uwagę, należy stwierdzić, że podstawowy problem polega na wyborze celu priorytetowego, sformułowanego jako bezpieczeństwo finansowe lub dynamiczny wzrost wartości z punktu widzenia właścicieli firmy. Wybór jednego z konkurencyjnych celów determinuje dalsze decyzje, wymagające określenia, na ile podmiot gospodarczy jest skłonny zrezygnować z bezpieczeństwa finansowego na rzecz wzrostu jego wartości i odwrotnie. Nie ulega wątpliwości, że każde przedsiębiorstwo, uwzględniając szereg uwarunkowań, musi indywidualnie rozstrzygnąć, który z możliwych wariantów rozwiązań jest dla niego najlepszy.

Z przytoczonej definicji strategii płynności finansowej wynika, że jej kształtowanie odbywa się w dwóch obszarach: majątku przedsiębiorstwa oraz źródeł jego finansowania. W związku z tym w ramach całkowitej strategii płynności finansowej można mówić o strategiach cząstkowych: inwestowania w aktywa obrotowe, a także ich finansowania.

3. *Commercial papers* w strategii inwestowania w aktywa obrotowe

Analizując możliwości inwestowania w KPD i konsekwencje tych inwestycji, pojawiające się w obszarze płynności finansowej przedsiębiorstwa, trzeba rozpocząć od podstawowych cech papierów komercyjnych, jakimi są ich nominał oraz termin zapadalności. W warunkach polskiego rynku finansowego wartość nomi-

¹ Poziom poszczególnych składników majątkowo-finansowych porównuje się najczęściej do średnich poziomów w branży.

nalna KPD waha się w granicach od 10 tys. do 1 mln PLN,² przy czym dominują papiery o wartości od 100 tys. do 500 tys. zł. Wysoki nominal tych instrumentów wyłącza z grona inwestorów małe, a często nawet średnie przedsiębiorstwa, gdyż wiąże się z koniecznością posiadania znacznych nadwyżek środków finansowych. Warto zwrócić również uwagę, iż niedobory w zakresie płynności finansowej mogą być dużo mniejsze niż wartość nominalna papieru komercyjnego. W sytuacji pojawienia się zaburzeń płynności finansowej konieczne staje się zlikwidowanie całej inwestycji poprzez sprzedaż papieru na rynku wtórnym.

Terminy zapadalności KPD teoretycznie zawierają się w przedziale od 1 do 365 dni, jednak najczęściej emitowane są papiery o terminie wykupu do 3 miesięcy. Wynika to z istnienia największego popytu na papiery o krótkim okresie zapadalności, co z kolei jest konsekwencją małej płynności rynku wtórnego. Nie istnieje bowiem jednolity rynek obrotu krótkoterminowymi papierami dłużnymi, jego organizatorem są banki – agenci emisji, którzy nabywają od inwestorów papiery dłużne w celu ich dalszej odsprzedaży. Efektem atomizacji rynku wtórnego jest istotnie ograniczona możliwość zbywania papierów komercyjnych przed terminem ich zapadalności, co znacznie osłabia rolę *commercial papers* jako środka „magazynowania” płynności.

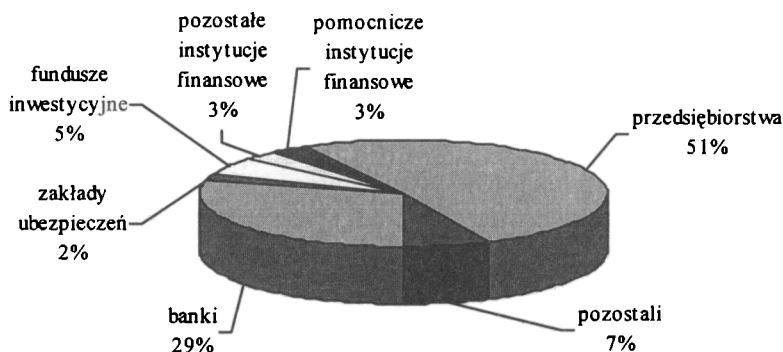
Specyficzne dla krajowego rynku KPD jest korzystanie przez emitentów z usług kilku agentów emisji równocześnie. Wadą takiego rozwiązania jest to, iż papiery emitowane w ramach tych programów osiągają różne ceny, dyktowane przez relacje popytu/podaży w kręgu klientów danego organizatora. Klienci ci w znacznej mierze kierują się zaufaniem do oferującego papiery i czasem marką firmy [*Środkowoeuropejskie...* 2000, s. 2]. Brak porównywalności w odniesieniu do papierów obsługiwanych przez różnych agentów wprowadza chaos, utrudniając potencjalnym inwestorom bezstronną ocenę ryzyka inwestycyjnego. Wycena ryzyka z punktu widzenia nabywcy KPD jest tym trudniejsza, że nie istnieją prawne regulacje dotyczące wymagań sprawozdawczych i informacyjnych wobec emitentów *commercial papers*. Jedynie ustawa o obligacjach³ nakłada na emitenta obowiązek udostępnienia sprawozdania finansowego, sporządzonego na dzień bilansowy przypadający nie wcześniej niż 15 miesięcy przed datą publikacji warunków emisji, wraz z opinią biegłego rewidenta⁴, natomiast w odniesieniu do pozostałych konstrukcji prawnych KPD brakuje tego typu obwarowań. Nie funkcjonuje też praktycznie instytucja krótkoterminowego ratingu, której upowszechnienie się z pewnością podniosłoby bezpieczeństwo lokowania nadwyżek pieniężnych w krótkoterminowych papierach dłużnych.

² Poza Hiszpanią, gdzie najniższa wartość nominalna KPD wyniosła 2,2 tys. USD, oraz Australią (70 tys. USD) i Kanadą (80 tys. USD), w pozostałych krajach wartości nominalne walorów wynoszą po kilkaset tysięcy USD (np. w Japonii około 800 tys. USD).

³ Art. 10 ust. 3 ustawy z 29 czerwca 1995 r. o *obligacjach* (DzU nr 83 poz. 420 z późn. zm.).

⁴ Nowelizacją ustawy o obligacjach uchylono obowiązek przedkładania przez emitentów sprawozdań finansowych za kolejne trzy lata obrachunkowe.

Z dotychczasowych rozważań wynika, że w obecnym stanie organizacyjno-prawnym papiery komercyjne nie spełniają funkcji zabezpieczającej płynność finansową. Przeciwnie, ze względu na brak możliwości rzetelnej oceny poziomu ryzyka mogą stać się źródłem trudności przedsiębiorstwa w zakresie płynności, zważywszy zwłaszcza na fakt, że w historii rynku KPD zdarzały się przypadki niewykupienia papierów przez ich emitentów (np. Stocznia Szczecińska, Elektrim).



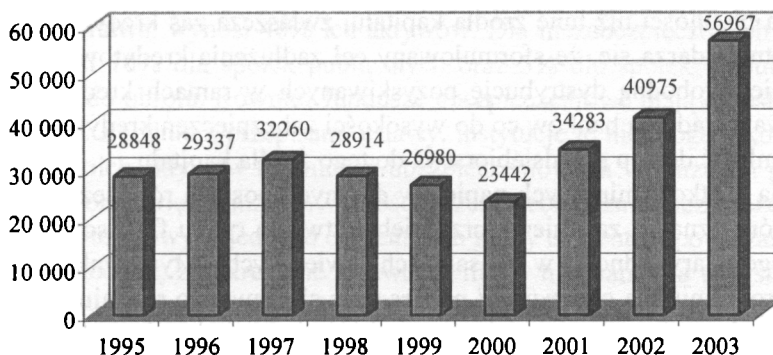
Rys. 1. Inwestorzy na rynku KPD w II kwartale 2003 roku

Źródło: [Rozwój systemu... 2004, s. 148].

Odzwierciedleniem faktycznych możliwości wykorzystania KPD jako narzędzia zarządzania płynnością finansową, jest obecna struktura inwestorów papierów komercyjnych przedsiębiorstw (rys. 1). Wynika z niej, że 80% nabywców tych walorów stanowią banki i przedsiębiorstwa. Jednocześnie trzeba podkreślić, że znaczną większość tej grupy stanowią podmioty bezpośrednio powiązane z emitentem. Większość wypuszczanych na rynek krótkoterminowych papierów dłużnych obejmują organizatorzy poszczególnych emisji oraz spółki powiązane kapitałowo z przedsiębiorstwami występującymi w roli emitentów. Popyt ze strony instytucji wspólnego inwestowania, a także przedsiębiorstw nie związanych bezpośrednio z emitentem jest nieznaczny, co wskazuje na znikomy zakres wykorzystywania krótkoterminowych papierów dłużnych w strategiach inwestowania w aktywa obrotowe.

Na możliwości, a zarazem skłonność do inwestowania w papiery komercyjne wpływa także rosnąca w ostatnich latach podaż bonów skarbowych (rys. 2).

Jako instrumenty wolne od ryzyka i posiadające pełną płynność, bony skarbowe stanowią poważną konkurencję dla papierów emitowanych przez przedsiębiorstwa. Pomimo iż stopa zwrotu z tytułu inwestycji w KPD istotnie przewyższa oprocentowanie bonów skarbowych, płytkość rynku KPD oraz brak kompleksowych informacji o emitencie stanowią z punktu widzenia nabywców *commercial papers* źródło nadmiernego ryzyka i skutecznie zniechęcają ich do inwestowania w te walory.



Rys. 2. Wartość wyemitowanych bonów skarbowych w latach 1995-2003 (w mln PLN)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Skarbowe papiery... 2001; Dług publiczny 2002; Dług publiczny 2003].

Warto wskazać również na inną cechę krajowego rynku KPD, która paradoksalnie sprzyja inwestorom w wykorzystywaniu tych instrumentów w procesie zarządzania płynnością finansową. Jest to struktura emisji polskich KPD, w której ponad 90% stanowią emisje niepubliczne. Forma *private placement* emisji stwarza możliwość określenia dogodniejszych warunków realizowanej inwestycji (m.in. wyższej stopy zwrotu), a także daje możliwość korzystania z profesjonalnego doradztwa ze strony banku – agenta na etapie decyzyjnym procesu inwestycyjnego.

4. KPD w strategii finansowania aktywów obrotowych

W warunkach polskiego rynku finansowego KPD są znacznie bardziej przydatnym narzędziem zarządzania płynnością finansową, jeżeli służą pozyskiwaniu kapitału finansowego. Podstawową zaletą tego źródła finansowania jest szybkość zasilania kapitałowego. W sytuacji, gdy podmiot ma podpisaną umowę programową z bankiem – agentem emisji, wyemitowanie kolejnej transzy papierów jest kwestią 2-4 dni. Ponadto wielkość poszczególnych transz może być dowolnie kształtowana względem faktycznych potrzeb przedsiębiorstwa w zakresie płynności. Z punktu widzenia zachowania bezpieczeństwa finansowego korzystny jest również, możliwy do zastosowania, mechanizm rolowania emisji. Rolowanie polega na tym, że wykup papierów jednej emisji jest dokonywany dzięki kolejnej [Walkiewicz 2001, s. 86]. Dzięki temu firma może odroczyć termin spłaty wymagalnych płatności odsetkowych z tytułu wyemitowanych papierów dłużnych, co ma istotne znaczenie w sytuacji okresowych niedoborów środków finansowych.

Brak warunku określenia celu emisji oraz ustanowienia zabezpieczenia stanowią o tym, że KPD są w wielu przypadkach bardziej dostępnym sposobem zabez-

pieczenia płynności niż inne źródła kapitału, zwłaszcza zaś kredyt bankowy. Niejednokrotnie zdarza się, że sformułowany cel zadłużenia kredytowego uniemożliwia firmie swobodną dystrybucję pozyskiwanych w ramach kredytu środków, a wygórowane żądania banków co do wysokości zabezpieczeń kredytowych mogą w ogóle zamknąć dostęp przedsiębiorstwa do tego źródła kapitału.

Emisja krótkoterminowych papierów dłużnych posiada również aspekt promocyjny, który oznacza zaistnienie przedsiębiorstwa na rynku finansowym i potwierdzenie jego wiarygodności w transakcjach zawieranych na tym rynku. Wystąpienie firmy w roli emitenta *commercial papers* staje się pewnego rodzaju rekomendacją, dzięki której możliwe jest łatwiejsze pozyskiwanie kapitału z innych źródeł.

Dodatkowym argumentem przemawiającym za wyborem emisji KPD jako formy finansowania niedoborów płynności jest niższy koszt w porównaniu z kosztem kredytu bankowego o analogicznym okresie wymagalności. Podstawowym składnikiem kosztów jest dyskonto. Jego wysokość ustalana jest na podstawie stopy WIBOR, WIBID lub rentowności bonów skarbowych i uwzględnia dostosowaną do poziomu ryzyka marżę dla nabywcy. Poza dyskontem do kosztów emisji zalicza się opłaty i prowizje o charakterze stałym i zmiennym. Dogłębna analiza kosztów programów emisji niepublicznej wskazuje, że koszty pozaodsetkowe stanowią średnio 0,38% wartości uplasowanej emisji. W kosztach pozaodsetkowych największy udział mają wydatki, które są ponoszone przy każdej emisji: prowizja dla organizatora od wartości zrealizowanej emisji (średnio 53,9% kosztów pozaodsetkowych) oraz opłata za przygotowanie programu emisyjnego, w tym sporządzenie memorandum informacyjnego. Inne znaczne koszty to wykupienie gwarancji objęcia emisji oraz opłaty administracyjne i skarbowe [*Wybrane determinanty...* 2005, s. 57]. Trzeba jednocześnie podkreślić, że pozyskanie kapitału drogą emisji KPD mogłoby być jeszcze tańsze, gdyby upowszechniony został instrument ratingu. Jego brak powoduje bowiem konieczność wykorzystywania kosztownego aparatu weryfikacji bankowej, co w niektórych przypadkach zbliża koszty emisji KPD do kosztu kredytu.

Poważnym problemem krajowego rynku KPD jest znikome uczestnictwo w nim instytucji finansowych jako inwestorów krótkoterminowych papierów komercyjnych. Przyczyny takiego stanu tkwią zarówno w uregulowaniach prawnych, narzucających tym podmiotom konieczność zachowania limitów inwestycyjnych, jak też w wewnętrznych procedurach ich funkcjonowania. Wymienione w ustawie o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych⁵ kategorie lokat, w które mogą inwestować fundusze emerytalne, wskazują na to, że instytucje te nie mogą inwestować w niezabezpieczone dłużne papiery wartościowe spółek niepublicznych oraz niezabezpieczone papiery dłużne nie dopuszczone do obrotu publicznego, a takie emisje przeważają na polskim rynku KPD. Maksymalny próg dla lokat w zabezpie-

⁵ Art. 141 ustawy z 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (DzU nr 139, poz. 934 z późn. zm.).

czone obligacje emitowane przez określone w rozporządzeniu⁶ grupy podmiotów, w tym przedsiębiorstwa, wynosi 40% ich aktywów. Dla niezabezpieczonych obligacji ten próg wynosi 10% dla spółek publicznych oraz 5% dla spółek niepublicznych dopuszczonych do obrotu. Również fundusze ubezpieczeniowe mają określone limity inwestycyjne. Zgodnie z przepisami ustawy, instytucje te nie mogą lokować więcej niż 10% swoich aktywów techniczno-ubezpieczeniowych w dłużnych papierach wartościowych oraz więcej niż 5% wartości rezerw techniczno-ubezpieczeniowych w papierach wartościowych jednego emitenta lub grupy emitentów powiązanych⁷.

Wydaje się jednak, że określone ustawowo limity nie stanowią tak istotnej bariery, jak się powszechnie uznaje. W praktyce podmioty instytucjonalne nie wykorzystują w pełni przyznanych im limitów inwestycyjnych. Podstawowym problemem jest natomiast specyfika obecnie oferowanych na rynku papierów komercyjnych. Aby stać się przedmiotem zainteresowania funduszy emerytalnych, krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe muszą spełniać wiele warunków [*Rozwój systemu...* 2004, s. 109]:

- Emitowane papiery wartościowe muszą spełniać wymagania regulacyjne dotyczące limitów inwestycyjnych OFE.
- Wielkość emisji musi być odpowiednio duża. Zarządzającym nie opłaca się poświęcać czasu na analizy emisji, w które mogą zainwestować jedynie śladowe, względem wielkości portfela, kapitały.
- Ryzyko kredytowe nie może być zbyt wysokie. Jest to najistotniejszy element oceniany przez inwestorów przy zakupie papierów dłużnych. Jego znaczenie dodatkowo rośnie w przypadku inwestycji w instrumenty niepłynne. Fundusze interesuje cel emisji, przejrzystość spółki i jej wiarygodność. Warunki te powodują, że największą szansę na objęcie emisji ich papierów dłużnych przez OFE mają spółki publiczne, szczególnie takie, których akcje już znajdują się w portfelach funduszy.
- Jeśli instrument jest mało płynny, to musi zawierać dodatkową premię za brak płynności. Premia taka może przyjmować dwie podstawowe formy: zwiększone bezpieczeństwo inwestycji bądź wyższą stopę zwrotu.
- Musi istnieć możliwość codziennej rzetelnej wyceny. Jest to bowiem obowiązek OFE. Zanim nabędą instrument finansowy, muszą rozważyć, czy będą potrafili go codziennie podać jego rzetelną wycenę.

W obecnym kształcie rynek KPD nie zapewnia inwestorom instytucjonalnym spełnienia powyższych warunków. Aby zatem emitenci papierów komercyjnych w toku realizacji określonej strategii płynności finansowej nie natrafili na barierę

⁶ Rozporządzenie Rady Ministrów z 27 lipca 2004 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne (DzU nr 175, poz. 1814).

⁷ Art. 155 ust. 1 ustawy z 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej (DzU nr 124, poz. 1151 z późn. zm.).

popytowa ze strony dawców kapitału, konieczne są głębokie przeobrażenia w zakresie podstaw funkcjonowania rynku KPD. Bardziej aktywny udział w rynku *commercial papers* podmiotów instytucjonalnych, oferujących znaczne nadwyżki kapitału finansowego, mógłby zdynamizować rozwój tego segmentu rynku finansowego. Wnioski takie można wysnuć z badań ankietowych przeprowadzonych wśród potencjalnych emitentów papierów komercyjnych. Dowodzą one, że ponad 23% badanych firm jako bardzo istotną i istotną przyczynę niewykorzystywania emisji instrumentów dłużnych wskazuje obawę pojawienia się braku popytu na emitowane walory (zob. [Wybrane determinanty... 2005, s. 57]).

Na możliwości wykorzystywania krótkoterminowych papierów dłużnych jako źródła płynności finansowej przedsiębiorstwa wpływa również struktura wielkości podmiotów funkcjonujących w polskiej gospodarce. Około 99% przedsiębiorstw to firmy małe, znaczna ich część nie posiada osobowości prawnej, będącej warunkiem emisji KPD w formie obligacji. Oczywiście dla tych firm dostępne są inne konstrukcje prawne, ale kwota emisji, decydująca o opłacalności tej formy pozyskania kapitału, może okazać się zbyt wysoka w stosunku do zapotrzebowania na dodatkowy kapitał. Warto ponadto wskazać, że w perspektywie polski rynek KPD stanie się integralną częścią rynku krótkoterminowych instrumentów dłużnych w UE. Powstaniu jednolitego rynku KPD w Unii Europejskiej ma służyć inicjatywa STEP, zaproponowana przez Stowarzyszenie Rynków Finansowych (ACI – The Financial Markets Association). Działania w ramach tej inicjatywy zmierzają jednak w kierunku ukształtowania rynku hurtowego o minimalnej kwocie emisji wynoszącej 150 000 euro, co może poważnie ograniczyć możliwości pozyskiwania kapitału przez małe firmy⁸.

5. Zakończenie

Organizacja krajowego rynku krótkoterminowych papierów dłużnych i przepisy regulujące funkcjonowanie tego segmentu rynku finansowego, nie dają możliwości pełnego wykorzystania zalet omawianych instrumentów jako narzędzia zarządzania płynnością finansową. Dotyczy to zwłaszcza działań lokacyjnych, które mogłyby umożliwiać podmiotom bezpieczne „magazynowanie” płynności, jednak z uwagi na brak jasno określonego standardu informacyjnego i związane z tym wysokie ryzyko inwestycyjne w praktyce walory te nie mogą służyć omawianemu celowi. Znacznie lepsze efekty w tym zakresie można osiągnąć poprzez wykorzystanie KPD jako źródła finansowania niedoborów płynności. Wskazują na to takie cechy *commercial papers*, jak elastyczność i szybkość pozyskania kapitału czy możliwość rolowania emisji. Jednak i w tym obszarze istnieje obecnie wiele ograniczeń o charakterze prawno-organizacyjnym, które obniżają możliwości skutecznego zasto-

⁸ Więcej na temat inicjatywy STEP: [The Short-Term Paper... 2003].

sowania KPD w procesie zarządzania płynnością finansową. Ograniczenia te pogłębia dodatkowo niewielka wiedza przedsiębiorstw na temat możliwości wynikających z wykorzystywania w ich gospodarce finansowej papierów komercyjnych.

Literatura

- Dług publiczny 2002, Raport Roczny*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2003.
- Dług publiczny 2003, Raport Roczny*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2004.
- Onoszko J., *Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych w Polsce*, „Bank i Kredyt” 2003, nr 4.
- Walkiewicz R., *Bankowość inwestycyjna. Substytucja produktów bankowych dla przedsiębiorstw przez produkty rynku finansowego i nowej ekonomii*, Poltext, Warszawa 2001.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2002-2003*, NBP, Warszawa 2004.
- Skarbowe papiery wartościowe. Raport roczny*, Ministerstwo Finansów Warszawa 2001.
- Środkowoeuropejskie Centrum Ratingu i Analiz S.A., „Rating & Rynek” 2000, nr 18 (82).
- The Short-Term Paper Market in Europe. Proposals and recommendations for the development of pan-European market*, ACI-STEP Task Force, 2003.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z 27 lipca 2004 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne (DzU nr 175, poz. 1814).
- Ustawa z 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (DzU nr 83, poz. 420 z późn. zm.).
- Ustawa z 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (DzU nr 139, poz. 934 z późn. zm.).
- Ustawa z 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej (DzU 2003 nr 124, poz. 1151 z późn. zm.).
- Wybrane determinanty rozwoju rynku akcji i korporacyjnych instrumentów dłużnych w Polsce. Wyniki badania ankietowego*, red. A. Grąt, P. Sobolewski, NBP, Warszawa 2005.

OPPORTUNITIES AND LIMITATIONS OF USING COMMERCIAL PAPERS IN THE FINANCIAL LIQUIDITY MANAGEMENT

Summary

Commercial papers market does not give possibilities of using all advantages of these instruments in the financial liquidity management. This situation is due to the fact that commercial papers market in Poland is still relatively immature and there are many obstacles to the development of this segment of financial market. The main problems which require solution are lack of unitary legal basis for this instruments and lack of transparency. Moreover, in reality a secondary market for trading commercial papers does not exist yet. The most investors keep commercial papers to maturity. It is important that so many barriers do not exclude possibility of using these papers in financial liquidity management, but elimination of these limitations could raise effectiveness of this management.