

Marek Pauka

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

CECHY POLSKIEGO RYNKU KRÓTKOTERMINOWYCH PAPIERÓW DŁUŻNYCH W POLSCE – WYNIKI BADAŃ ANKIETOWYCH*

Krótkoterminowe papiery dłużne (KDP), zwane również papierami komercyjnymi (*commercial paper*), definiowane są jako niezabezpieczone, krótkoterminowe papiery wartościowe o charakterze wierzycielskim, emitowane przeważnie na bazie dyskonta ze ściśle określoną wartością nominalną i ze „szywnym” terminem zapadalności, najczęściej nie dłuższym niż jeden rok¹. Jako papiery wartościowe² mogą być imienne lub na okaziciela, a ich wartość nominalna jest wysoka, co wynika z hurtowego charakteru tego rynku, i z reguły wynosi w Polsce 100 tys. zł, 500 tys. zł, a nawet 1 mln zł [Nowak 1998, s. 52]. Są atrakcyjną alternatywą dla krótkoterminowych kredytów bankowych. Korzystają z niej zwłaszcza przedsiębiorstwa duże, o stabilnych wynikach finansowych, cieszące się dobrą reputacją w otoczeniu gospodarczym oraz o znanej na rynku wiarygodności kredytowej. W standardach międzynarodowych uznaje się, że KPD są emitowane również przez instytucje finansowe, jednostki samorządu terytorialnego, a nawet instytucje rządowe [Jaromir 1997, s. 98.]. Podobnie jak kredyty, służą pozyskiwaniu środków finansowych, tyle że bezpośrednio na rynku pieniężnym. W istocie są dla emitenta rodzajem krótkoterminowej pożyczki udzielonej mu bez zabezpieczenia na ściśle określony okres, po którym zobowiązuje się on do zwrotu według wartości nominalnej [Głośniewska 1998, s. 16; Dębski 1997, s. 33]. Wartość emisji, na którą banki wyrażają zgodę, przeważnie nie jest niższa niż 1-5 mln zł³. Najwięksi agenci nie wyrażają zainteresowania

* Artykuł powstał w ramach projektu badawczego finansowanego w latach 2004-2005 ze środków Komitetu Badań Naukowych (nr grantu: 1 H02C 011 27).

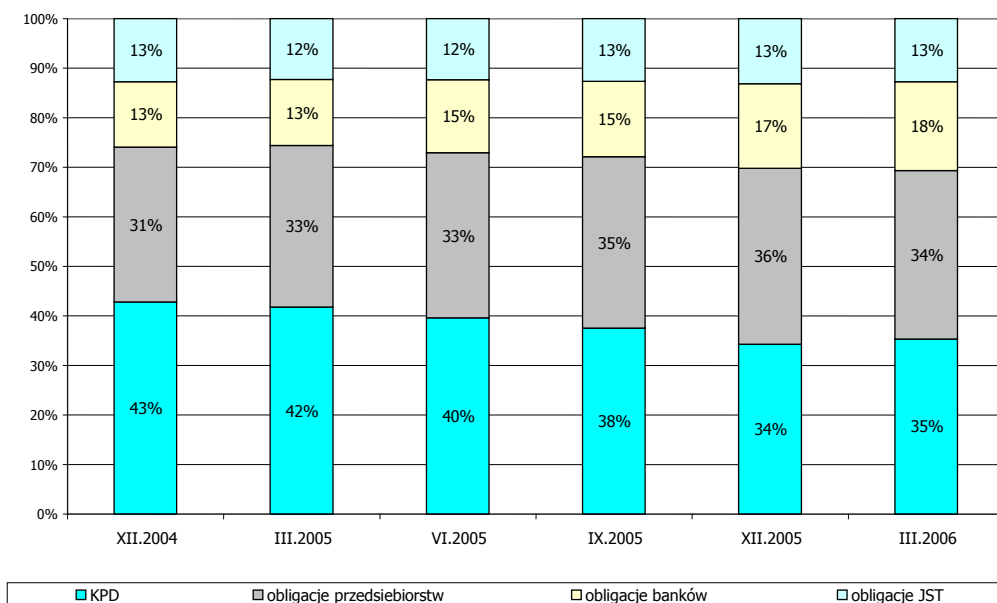
¹ Maksymalny okres zapadania wynosi, w zależności od regulacji prawnych kraju, w którym przeprowadzana jest emisja, od 270 dni (np. w USA) do prawie 2 lat (np. w Holandii i Portugalii).

² W większości krajów papiery komercyjne mają status papierów wartościowych. W Polsce nie są papierami wartościowymi bony komercyjne emitowane w oparciu o Kodeks cywilny.

³ Odpowiedzi uzyskane od banków wskazują, że im więcej emitentów obsługuje agent, tym wyższa jest minimalna wartość programu.

przeprowadzaniem emisji o wartości poniżej 10 mln zł. W Polsce emisje mają wartość zazwyczaj od 20 do 50 mln zł⁴.

Na rynku tym zauważyć można w ostatnich latach wyraźny trend negatywny (więcej w tym w [Pauka 2006]). Rok 2005 to kontynuacja dotychczasowych tendencji. O ile cały rynek pozaskarbowych papierów dłużnych wzrósł o ok. 8,1% z poziomu 23,2 mld PLN (grudzień 2004 r.) do 25,1 mld PLN (grudzień 2005 r.)⁵, o tyle rynek KPD zmniejszył się w tym czasie o 13,4%. Zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu krótkoterminowych papierów dłużnych spadło do poziomu 8,6 mld PLN (z 9,9 mld PLN). Udział tego segmentu spadł z 43 do 34%, na korzyść przede wszystkim segmentu obligacji emitowanych przez banki i przedsiębiorstwa niebankowe.



Rys. 1. Struktura wartości emisji rynku pozaskarbowych papierów dłużnych w okresie grudzień 2004-marzec 2006

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Fitch Polska 2004-2006].

Mimo tych negatywnych tendencji, ze względu na potencjalnie duże i wciąż praktycznie niewykorzystane w polskiej gospodarce znaczenie jako źródła alternatywnego finansowania, a jednocześnie miejsce do ulokowania bezpiecznie kapitału, rynek krótkoterminowych papierów dłużnych jest wciąż przedmiotem analiz. Jego gwałtowne kurczenie się wywołuje stale pytania o przyczyny tego zjawiska oraz

⁴ Wraz z rozwojem rynku dochodzą do skutku coraz większe emisje, zwiększa się też przeciętna wartość jednego programu.

⁵ Na podstawie raportów kwartalnych Fitch Polska.

możliwe do podjęcia działania, dzięki którym można by odwrócić tę tendencję. Warto odnotować próby odpowiedzi na te pytania za pomocą badań ankietowych. Najbardziej znane badania zostały przeprowadzone przez:

- J. Onoszko (w okresie luty-marzec 2003 r. autorka przeprowadziła ankietę wśród 100 wybranych emitentów, którzy przeprowadzili w 2002 r. największe emisje. Średnia zwrotność odpowiedzi wyniosła 32%, co oznaczało 39% badanej populacji emitentów KPD) [Onoszko 2004, rozdz. 4],

- Narodowy Bank Polski – badania nad czynnikami determinującymi rozwój poszczególnych segmentów rynków finansowych (przeprowadzone wśród potencjalnych i aktualnych emitentów akcji i obligacji na przełomie marca i kwietnia 2004 r.) [Grąt, Sobolewski 2005],

- M. Matyjasika – badania przeprowadzone w okresie lipiec 2003 r. – kwiecień 2004 r. wśród banków pełniących funkcję agentów (autor uzyskał 11 odpowiedzi na 18 wysłanych, co dało skuteczność odpowiedzi rzędu 61%) [Matyjasik 2005, s. 23-24].

Analizując obraz polskiego rynku KPD, autor niniejszego artykułu przeprowadził ankietę wśród agentów emisji. W okresie styczeń-czerwiec 2005 r., kiedy rozsyłane były ankiety, na rynku było aktywnych ok. 16 agentów (według raportów „Rzeczpospolitej”). Początkowo wsparcia udzieliła agencja ratingowa Fitch Polska, w drugim etapie autor osobiście kontaktował się z przedstawicielami poszczególnych banków. Wypełnioną ankietę zwróciło 9 banków (56% badanej populacji), przy czym należy podkreślić, iż żaden bank nie zdecydował się na udzielenie odpowiedzi na wszystkie pytania oraz na ujawnienie swoich danych, zasłaniając się koniecznością zachowania poufności danych. Jeden z banków odmówił udzielenia jakiegokolwiek informacji, tłumacząc to polityką informacyjną, kilka innych tłumaczyło się nadmiarem pracy. Banki, które wypełniły ankietę, obsługiwały łącznie ponad 70% zadłużenia z tytułu wyemitowanych KPD. Reprezentowały one zarówno liderów rynku, agentów małych, ale charakteryzujących się dużą aktywnością na rynku, jak i banki do niedawna należące do aktywnych, obecnie sporadycznie przeprowadzające emisje. Ta niejednorodność respondentów oraz ich niekompletne odpowiedzi wpłynęły na wybór jakościowej metody analizowania (podobnie w [Grąt, Sobolewski 2005, s. 8]).

Z przeprowadzonych przez autora analiz dostępnych informacji o rynku KPD w Polsce oraz na podstawie wyników ankiety można wyróżnić następujące cechy polskiego rynku pozaskarbowych krótkoterminowych papierów dłużnych:

- niewielka liczba aktywnych agentów i malejąca liczba emitentów,
- wielość podstaw prawnych z dominacją ustawy o obligacjach od nowelizacji w 2000 r.,
- dychotomiczny charakter rynku (mali agenci prowadzą emisje poniżej 5 mln zł, duzi nie chcą plasować emisji poniżej 10 mln zł, a nawet 20 mln zł),
- zatomizowany charakter rynku (duzi agenci prowadzą własne rynki wtórne),
- brak bezpośrednich emitentów, emisje plasowane za pośrednictwem banków-agentów, występują tylko tzw. *dealer paper*,

- główni inwestorzy to banki i przedsiębiorstwa, śladowy udział w rynku mają fundusze zbiorowego inwestowania i zakłady ubezpieczeń,
- relatywnie niewielkie zainteresowanie rynkiem ze strony władz monetarnych,
- bardzo duża konkurencja wśród agentów wymusza ograniczanie udostępniania informacji o prowadzonej działalności,
- przyjmowanie za benchmark głównie stawek WIBOR 1M, 3M i 6M⁶,
- średni okres przygotowania programu wynosi od 2 do 6 tygodni⁷,
- średni okres uruchomienia transzy wynosi od 1 do 2 dni⁸,
- średni termin do wykupu rozciąga się między 1 a 3 miesiące.

W opinii agentów, najważniejszymi kryteriami, którymi kierują się inwestorzy na tym rynku, są bezpieczeństwo i rentowność (por. tab. 1). Wbrew pozorom mogą nie być to wykluczające się cechy, jednak należy podkreślić, iż wskazywanie na kryterium rentowności akurat w przypadku tego rynku powinno budzić niepokój o konsekwencje takich wyborów. Gdyby doprowadzić jego stosowanie do skrajności, rynek zostałby zepsuty przez podmioty o niskiej wiarygodności, płacące jednak wysoką premię za ryzyko, na czym ucierpiliby emitenci o dobrej wiarygodności kredytowej. Ponadto dla inwestorów ważne są następujące cechy:

- możliwość nabycia inwestycji, których termin zapadania przypada na czas, kiedy podmiot dysponujący nadwyżkami środków pieniężnych będzie chciał je wydać,
- posiadanie przez emitenta ratingu.

Tabela 1. Parametry oceny inwestycji w KPD przez inwestorów (według agentów)

Parametr	Mediana	Ocena maksymalna	Ocena minimalna	Ocena najczęstsza
Rentowność	9,5	10	7	10
Bezpieczeństwo	10	10	5	10
Rating emitenta	5	10	0	5/8
Rekomendacja dealera	3,5	6	3	5
Dopasowanie terminów	5	8	1	5
Branża emitenta	4	5	0	4/5
Forma prawna	1,5	5	0	0

punktacja: 0 – parametr nieważny, 10 – parametr bardzo ważny.

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonej ankiety.

W mniejszym stopniu uwzględniane są takie cechy emisji, jak forma prawna i rekomendacja dealera, a także branża, w jakiej działa emitent. Świadczyć to może o

⁶ Agenci w ankiecie zaznaczali najczęściej, iż rentowność papierów oparta jest na stawkach WIBOR. Tylko jeden bank spośród pytaných zaznaczył również rentowność bonów skarbowych.

⁷ Jeden z agentów zadeklarował w ankiecie, że faza ta trwa od 8 do 15 tygodni.

⁸ Jeden z ankietowanych banków uruchamiał transzę nawet w dniu zgłoszenia; kilka banków potrzebuje od 3 do nawet 7 dni.

dominacji ustawy o obligacjach lub o rosnącej wiedzy emitentów co do konsekwencji wyboru papierów o danej formie prawnej. Niewielkie znaczenie w opinii agentów dla wpływu branży może sugerować duże zaufanie inwestorów do agentów, iż wprowadzają oni na rynek podmioty o wysokiej jakości kredytowej.

Tabela 2. Kto decyduje o terminie zapadania KPD (według agentów)

Parametr	Mediana	Ocena maksymalna	Ocena minimalna	Modalna
Oczekiwania emitentów	8	10	5	10
Oczekiwania inwestorów	10	10	6	10
Propozycje banku	4	10	0	4

punktacja: 0 – brak wpływu, 10 – duży wpływ.

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonej ankiety.

Na pytanie o to, kto decyduje o wyborze terminu zapadania papierów komercyjnych, ankietowani agenci podkreślali, iż jest to wypadkowa wpływu oczekiwań inwestorów, sugestii agenta emisji i potrzeb emitenta. Jednak zdaniem większości banków (7 z 9), to właśnie inwestorzy mają decydujący wpływ na długość okresu zapadania (por. tab. 2). Dwóch agentów wskazało, iż inwestorzy z agentami mają taki sam (największy) wpływ, 3 inne odpowiedzi sugerowały, że inwestorzy dochodzą do kompromisu z emitentami. Takie wskazania potwierdzają rosnącą siłę inwestorów na rynku. Należy uznać tę tendencję za pozytywną i prowadzącą do utrwalania na rynku mechanizmu wyjścia, dzięki któremu z rynku są „wypraszani” emitenci o gorszej jakości.

Jeśli chodzi o sposoby zabezpieczania emisji przed ryzykiem utraty płynności, to agenci wskazywali przede wszystkim na następujące⁹:

- poprzez posiadanie dostępu do krótkoterminowych linii kredytowych – uruchomione linie (6 na 8 agentów przyznało się w ankiecie do stosowania tego typu wsparcia) lub przyrzeczenie ich natychmiastowego uruchomienia – *stand-by credit line*, *back-up credit line* (tylko jeden agent odpowiedział, iż udziela promesy),
- gwarancje dojścia emisji do skutku (*underwriting*) (3 agentów potwierdziło, iż gwarantuje objęcie niesprzedanej na rynku części papierów, natomiast 5 gwarantowało obejmowanie całości transzy),
- zabezpieczenia wbudowane w konstrukcję papieru wartościowego (na razie niestosowane w Polsce).

Inwestorzy mogą jednak wysuwać zarzuty wobec papierów komercyjnych odnośnie do odpowiedzialności materialnej stron transakcji w sytuacji nieregulowania zobowiązań przez emitenta. Banki pełniące funkcję dealerów nie ponoszą w Polsce

⁹ Jeden bank nie odpowiedział na to pytanie, a inny zaznaczył, iż nie udziela emitentom żadnego wsparcia spośród wymienionych.

żadnej odpowiedzialności, jeśli emitent przestanie spłacać zobowiązania wynikające z zapadających papierów. Co więcej, banki zastrzegają sobie w umowach z klientami-inwestorami, że nie będą ponosić odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne i że służą oni tylko jako pośrednicy. Wszyscy respondenci wyrazili negatywną opinię co do możliwości przejmowania odpowiedzialności przez agenta za niewypłacalność emitentów.

Jeśli chodzi o potencjał rynku, to agenci wskazywali, iż nadal wiążą duże nadzieje ze wzrostem popytu na papiery komercyjne ze strony funduszy emerytalnych. Obok zakładów ubezpieczeń, funduszy inwestycyjnych i, co raczej powinno dziwić, osób fizycznych, właśnie ta grupa podmiotów wydawała się najbardziej perspektywiczna. Jednak ich poglądy oraz niekompletność ankiet nie pozwalają wyciągać na podstawie tych odpowiedzi daleko idących wniosków. Ponadto przyszłość rynku KPD banki wspierające emisje widzą bardzo odmiennie. Trzech respondentów uznało, iż wartość zadłużenia wyniesie od 11 do 12 mld zł, przy czym jeden wskazał, iż będzie 250-300 emitentów, drugi 150-200, a trzeci uchylił się od odpowiedzi. Po dwóch agentów uznało, iż rynek zmniejszy się do poziomu poniżej 5 mld zł przy poniżej 100 emitentach. Ale dwóch innych przewidywało poziom rynku powyżej 17 mld zł i 120-150 emitentów, a więc oczekiwali, iż na rynku pozostaną tylko najwięksi. Na tle obecnych poziomów rynkowych za optymistów można było uznać jedynie czterech agentów.

W przeprowadzonej ankiecie agenci emisji wskazywali na bariery rozwoju oraz potencjalne czynniki prorozwojowe. Agenci postrzegający rynek z optymizmem wskazywali mniej barier i nadawali im niższe oceny, jednocześnie wymieniali i wyżej oceniali szanse. Najczęściej typowane bariery i szanse rozwoju rynku KPD zostały zawarte w tab. 3. W odniesieniu do czynników o charakterze makroekonomicznym ankietowani wskazali:

- problem dużej aktywności Skarbu Państwa na rynku długu (efekt wypychania) (aż 5 agentów na 10 punktów dało co najmniej 8, traktując tę aktywność jako istotną barierę w rozwoju rynku, jednocześnie 4 pozostałych uznało, że ten problem w ogóle nie istnieje),

- wpływ poziomu stóp procentowych (agenci uznali, iż jest to ważny czynnik dla inwestorów i będą oni skłonni do aktywniejszego poszukiwania atrakcyjnych inwestycji na rynku KPD, gdy stopy będą spadać – 7 agentów przyznało ocenę co najmniej 5; na spadek marż, również częściowo związany ze spadkiem stóp procentowych, wskazało 5 agentów – traktowali to jako czynnik zachęcający banki do zwiększenia aktywności na rynku KPD),

- tempo rozwoju gospodarczego (wzrost PKB, wzrost poziomu inwestycji) – wszyscy agenci przyznali co najmniej 5 punktów (6 agentów co najmniej 8), traktując rozwój gospodarczy jako największą szansę dla rynku KPD).

Tabela 3. Najważniejsze ograniczenia i czynniki prorozwojowe rynku KPD
(wskazania agentów emisji)

Bariery	Szanse
• brak wiedzy wśród emitentów • za dużo emisji bonów skarbowych • brak wiedzy wśród inwestorów • brak jednej platformy obrotu • awersja do ryzyka wśród inwestorów • słaba koniunktura gospodarcza • mała popularność ratingów • brak scentralizowanego rozliczania	• rozwój gospodarczy • wzrost świadomości inwestycyjnej wśród przedsiębiorstw • niewykorzystany potencjał wśród funduszy inwestycyjnych, powstanie <i>money market funds</i> • niewykorzystany potencjał wśród funduszy emerytalnych • wzrost atrakcyjności instrumentów rynkowych wśród pozyskujących kapitały

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych ankiet.

Dla rozwoju polskiego rynku papierów dłużnych o najkrótszych okresach zapadania ważne są, poza wzrostem gospodarczym wskazywanym przez ankietowanych, również inne czynniki makroekonomiczne. Przy okazji oceny przyszłego stanu rynku warto dodać, iż wzrostowi emisji papierów dłużnych, w tym także (choć na pewno w mniejszym stopniu niż dotychczas) krótkoterminowych, służyć będzie wydłużanie okresu zapadania papierów skarbowych, ograniczanie skali emisji bonów skarbowych, spadek płynności w systemie bankowym, stabilizacja gospodarcza Polski.

W porównaniu z badaniami prowadzonymi wśród inwestorów i emitentów przez J. Onoszko, brak tu wskazań przede wszystkim na wielość podstaw prawnych i niską płynność rynku wtórnego. W powszechnej opinii agentów emisji, wśród których autor przeprowadził ankietę, nie ma konieczności wprowadzania nowej, specjalnej regulacji prawnej, dzięki której można by kreować papiery komercyjne (tylko 3 agentów uznało, że taka potrzeba istnieje, pozostali ją zanegowali). Opierając się na wynikach ankiety, można też stwierdzić, iż uczestnicy rynku wybrali już podstawę prawną i nie jest konieczne obecnie tworzenie nowej. Ustawa o obligacjach okazała się na tyle przydatna, iż większość emisji jest teraz oparta właśnie na tej ustawie. Udział papierów komercyjnych emitowanych według tej podstawy prawnej wyniósł od 52 do 90% wartości emisji.

Pozostając w obszarze prawnych uwarunkowań i mając na uwadze wprowadzenie standardu krótkoterminowego papieru dłużnego (tzw. *STEP label*) na obszarze eurowalutowym, trzeba zauważyć, iż niestety tylko jeden bank przyznał się w ankiecie, że prowadzi prace przygotowawcze do wprowadzenia zaleceń spełniających warunki określone jako *STEP label*. Można to tłumaczyć następująco. Polskie banki nie dostrzegają jeszcze potrzeby przygotowywania się do wdrażania tego standardu, gdyż przyjęcie przez Polskę waluty euro nastąpi dopiero za kilka lat i mają one czas na wdrożenie odpowiednich zmian, zwłaszcza że większość (od nich zależnych) są w stanie wdrożyć bardzo szybko. Inna przyczyna może tkwić w strukturze właści-

cielskiej polskich agentów, z których większość właścicieli to banki zagraniczne, uczestniczące w pracach nad *STEP label*. Wszystkie decyzje i prace przygotowawcze są podejmowane na poziomie centrali za granicą, a polskie spółki córki otrzymują techniczne (operacyjne) wytyczne w odpowiednim momencie. Świadczyć to może o marginalizacji polskiego sektora bankowego i o jego typowo sprzedażowym charakterze.

Wydaje się wskazane, aby zmiany legislacyjne dotyczyły także takich obszarów, jak nadzór i monitoring nad rynkiem, co służy zwiększeniu jego przejrzystości. Zdaniem większości¹⁰ agentów biorących udział w badaniu, na rynku polskim nie jest potrzebny silniejszy nadzór. Należy pamiętać, iż obecnie emisje nie są praktycznie pod żadną kontrolą ani monitoringiem, co stoi w sprzeczności z zaleceniami zawartymi w raporcie konsultacyjnym grupy roboczej ds. europejskich papierów krótkoterminowych przy EBC.

Zgodnie z oczekiwaniami większości agentów emisji bardzo ważnym czynnikiem prorozwojowym byłoby wprowadzenie centralnego systemu rozliczeń. Na pytanie o konieczność wprowadzenia w Polsce centralnej instytucji rozliczającej 6 banków odpowiedziało twierdząco, tylko 3 oddały negatywny głos. Byli wśród nich zarówno agenci o niewielkim udziale w rynku, jak i zaliczani do czołówki. Jest to zgodne z tendencjami występującymi na świecie (por. współpracę Euroclear, Clearstream International i DTCC, które postanowiły zjednoczyć się w pracach nad systemem umożliwiającym automatyczny handel na europejskim rynku *commercial paper* i pozostałych segmentach rynku pieniężnego w Europie).

Jednak agenci nie wyrazili już takiego samego zainteresowania powstawaniem platform elektronicznych. Wśród respondentów głosy były podzielone (5 za, 4 przeciw) co do tego, czy należy dzielić się działką dealerską z innymi podmiotami, choć na świecie ta tendencja jest równie silna jak poprzednia.

Podsumowując, należy podkreślić, iż mimo zahamowania rozwoju rynku, agenci pozostają w swoich konserwatywnych przekonaniach, iż najlepsze byłoby utrzymanie obecnego stanu. Można się domyślać, iż teraz atrakcyjną niszą jest segment papierów długoterminowych. Każdy agent działa na własną rękę w budowaniu bazy inwestorów i każda zmiana organizacji działania rynku (zwłaszcza wprowadzenie izby rozliczeniowej), przy bardzo dużej konkurencji na nim panującej, jest obciążona za bardzo ryzykiem utraty dotychczasowej pozycji. Szansę na zmiany należy upatrywać w zwiększeniu zainteresowania tym segmentem ze strony polskich władz monetarnych.

¹⁰ Jeden bank wskazał na izbę rozliczeniową jako instytucję, która powinna się zająć nadzorem. Inny bank zgodził się, iż zwiększony nadzór jest potrzebny, jednak nie wskazał na instytucję, która miałaby się tym zająć.

Literatura

- Dębski W., *Krótkoterminowe papiery dłużne firm*, „Bank i Kredyt” 1997, nr 10.
- Głośniewska J., *Dłużne papiery wartościowe*, „Prawo Przedsiębiorcy” 1998, nr 41.
- Grąt A., Sobolewski P. (red.), *Wybrane determinanty rozwoju rynku akcji i korporacyjnych instrumentów dłużnych w Polsce. Wyniki badania ankietowego*, NBP, Warszawa, styczeń 2005.
- Jaromir J., *Krótkoterminowe papiery dłużne*, „Studia i Prace” Kolegium Zarządzania i Finansów, z. 4, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 1997.
- Onoszko J., *Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw (KPDP) w Polsce i w krajach wysokorozwiniętych*, „Materiały i Studia” nr 183, NBP, Warszawa, grudzień 2004.
- Matyjasik M., *Nierozwinięte papiery*, „Bank” 2005, nr 5.
- Nowak M., *Rynek papierów komercyjnych w Polsce*, „Bank i Kredyt” 1998, nr 3.
- Pauka M., *Analiza zmian na rynku papierów komercyjnych w Polsce*, [w:] *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, red. W. Pluta, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej nr 1109, AE, Wrocław 2006.
- Raporty kwartalne Fitch Polska.

CHARACTERISTIC OF THE COMMERCIAL PAPER MARKET IN POLAND – THE SURVEY RESULTS

Summary

On the private short-term debt securities market in Poland the problem is a downward tendency in the last years. The author conducted a survey among issue agents on the market to identify factors that influence the market. The paper presents chosen results of the survey.