

mgr Ewa Worobiej  
Zakład Finansów i Bankowości  
Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Białymstoku

## **Rozwój rynku krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw w Polsce**

Rozwój rynku krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw jest rezultatem zwiększającej się roli rynku pieniężnego i kapitałowego w zaspokajaniu potrzeb związanych z lokowaniem nadwyżek finansowych i pozyskiwaniem kapitału przez podmioty niefinansowe. Emisja papierów wartościowych staje się, szczególnie dla dużych przedsiębiorstw, atrakcyjną alternatywą w stosunku do zaciągania kredytu bankowego. O wyborze źródeł finansowania decyduje przede wszystkim pozyskiwanie środków na prowadzenie działalności – niższy w przypadku emisji papierów wartościowych, a zwłaszcza w przypadku emisji o znacznej wartości. Również w aktywach podmiotów niefinansowych zmniejsza się udział depozytów bankowych na korzyść instrumentów rynkowych, które charakteryzują się wyższą oczekiwaną stopą zwrotu, ale niejednokrotnie także wyższym ryzykiem.

Krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw KPD stanowią jedno ze źródeł finansowania ich działalności przez rynek pieniężny. Papier ten jest instrumentem rynku pieniężnego zobowiązującego emitenta do wykupu papieru w określonym terminie według podanej w nim wartości nominalnej<sup>1</sup>. Głównym powodem szerokiego wykorzystania emisji KPD jest stosunkowo niski koszt uzyskania w ten sposób środków do finansowania działalności firmy dzięki wyeliminowaniu ogniwa pośredniczącego, jakim jest bank, w kojarzeniu inwestorów posiadających wolne środki z firmami chcącymi je zagospodarować poprzez swoją działalność gospodarczą. Zaletą emisji KPD jest możliwość pozyskiwania kapitału długoterminowego przez powtarzanie emisji przy ponoszeniu kosztów finansowania krótkoterminowego, a także dostosowanie rozmiarów pozyskiwanego kapitału do potrzeb finansowych emitenta.

Emisja krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw dokonywana jest w oparciu o następujące przepisy prawne: Ustawa o obligacjach, Prawo wekslowe, Kodeks cywilny (część dotycząca zobowiązań i papierów wartościowych). Stosowanie określonej formy prawnej powoduje zróżnicowanie kosztów ponoszonych przez emitenta, obciążenia opłatą skarbową w obrocie pierwotnym i wtórnym oraz wymogów informacyjnych stawianych emitentowi. Niejednolita forma prawna wpływa także na ryzyko ponoszone przez inwestora – niższe w odniesieniu do weksli i obligacji, ponieważ egzekucja długu jest wówczas szybsza i tańsza niż przy papierach opartych na przepisach Kodeksu cywilnego. Na podstawie wymienionych aktów prawnych poszczególne banki przygotowują osobne regulaminy obrotu określające wszystkie podstawowe cechy instrumentów i sposoby rozliczeń transakcji kupna/sprzedaży na rynku pierwotnym i wtórnym.

---

<sup>1</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy i mechanizmy jego funkcjonowania*, PWN, Warszawa 2001, s. 34-35.

Najbardziej popularną podstawą prawną emisji KPD do 2000 r. było Prawo wekslowe, na którym w 2000 r. oparto 42% programów KPD (według limitów programów). Od czasu wejścia w życie znowelizowanej Ustawy o obligacjach, która znacznie zliberalizowała przepisy dotyczące emisji, na rynku pojawia się coraz więcej programów emisji opartych na przepisach tej ustawy. Udział obligacji wzrósł z 18% w 2000 r. do 53% w 2001 r., natomiast zmniejszyło się znaczenie KPD emitowanych w formie weksli – z 42% do 26% w całkowitej wartości programów KPD<sup>2</sup>.

Konsekwencją stosowanych regulacji prawnych jest zróżnicowane nazewnictwo wykorzystywane przez poszczególnych organizatorów emisji. Na Prawie wekslowym opierają się między innymi komercyjne weksle inwestycyjno-terminowe KWIT, weksle inwestycyjno-komercyjne WIK i weksle inwestycyjno-dyskontowe WID. Papiery oparte na przepisach Ustawy o obligacjach to komercyjne obligacje dyskontowe KOD, a oparte na Kodeksie cywilnym – bony komercyjne, bony handlowe, bony dłużne i bony inwestycyjne<sup>3</sup>.

Bez względu na formę prawną i stosowane nazwy, KPD posiadają szereg cech wspólnych, wyróżniających je spośród innych instrumentów rynku pieniężnego<sup>4</sup>:

- jest to instrument dyskontowy, którego sprzedaż następuje po cenie niższej od wartości nominalnej. Przy kalkulacji dyskonta uwzględnia się rentowność bonów skarbowych i stopy międzybankowego rynku pieniężnego (WIBOR), a także popyt na rynku, strukturę czasową instrumentów, rating, a w przypadku jego braku – ocenę ryzyka na podstawie analizy sytuacji finansowej;
- papiery mają krótki termin zapadalności (od 7 do 364 dni);
- mają wysoki nominal jednostkowy od 10 tys zł do 1 mln zł, co ogranicza krąg potencjalnych inwestorów do podmiotów dysponujących znacznymi zasobami pieniężnymi;
- są uruchamiane w transzach w ramach zazwyczaj kilkuletniego programu emisji, w których określa się maksymalną wielkość zadłużenia. O uruchamianiu kolejnych emisji i ich rozmiarach w ramach limitu zadłużenia decyduje przedsiębiorstwo, co umożliwia elastyczne dostosowanie rozmiarów pozyskiwanego kapitału do jego aktualnych potrzeb finansowych. Często środki na wykup wcześniejszej emisji pochodzą z wpływów od inwestorów nabywających nowe papiery dłużne, co pozwala osiągnąć finansowanie średnio- i długoterminowe;
- zobowiązania z tytułu emisji papierów nie są zabezpieczone, co oznacza, że inwestor bierze na siebie całkowite ryzyko płynności emitenta; w niektórych przypadkach mogą być poręczane (gwarancje spółek-matek dla papierów emitowanych przez przedsiębiorstwa należące do międzynarodowych holdingów);
- ryzyko zakupu wiąże się z oceną kondycji finansowej emitenta, której można dokonać w oparciu o memorandum informacyjne;

<sup>2</sup> Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie 2001 roku, Fitch Polska S. A., Warszawa 2002, s. 2.

<sup>3</sup> I. D. Czechowska, *Zmiany ilościowe i jakościowe na rynku commercial papers ze szczególnym uwzględnieniem roli banku*, „Bank i Kredyt” nr 3/1999, s. 23.

<sup>4</sup> M. Nowak, *Rynek papierów komercyjnych* w: red. A. Sławiński *Rynek pieniężny w Polsce. Stan i perspektywy*, IBnGR, Gdańsk 2000, s. 68-69.

- istnieje możliwość sprzedaży papierów na rynku wtórnym za pośrednictwem banku organizującego emisję;
- przeznaczenie pozyskanych środków nie podlega ograniczeniom (emitent jedynie deklaratorywnie określa na co wykorzysta środki);
- emisje są skierowane do ograniczonego kręgu inwestorów (emisje niepubliczne).

**Tabela 1.** Struktura rynku krajowego pozaskarbowych papierów dłużnych w latach 1997-2000 (w %)

Wyszczególnienie	1997	1998	1999	2000	2001
Krótkoterminowe papiery dłużne	74,7	74,7	72,8	76,6	73,1
Obligacje przedsiębiorstw i banków	16,6	18,3	20,0	17,4	17,5
Obligacje komunalne	8,7	7,0	7,2	6,0	9,4

Źródło: *Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie roku 1999*, CERA S.A., Warszawa 2000, s. 3; *Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie 2000 roku*, CERA S.A., Warszawa 2001, s. 1; *Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie 2001 roku*, Fitch Polska S.A., Warszawa 2002, s. 1.

KPD odgrywają znacznie większą rolę w zasilaniu finansowym przedsiębiorstw w Polsce niż instrumenty średnio- i długookresowe. Na rynku pozaskarbowych instrumentów dłużnych dominują KPD, których udział w wartości rynku przekracza 70% (tabela 1). Przedsiębiorstwa jako źródło finansowania coraz częściej wykorzystują emisje papierów dłużnych o zapadalności poniżej 1 roku.

Transakcje krótkoterminowymi papierami dłużnymi zostały zapoczątkowane w 1992 r. Emitentami były cztery spółki giełdowe (Próchnik, Swarzędz, Exbud, Tonsil), a organizatorem emisji Polski Bank Rozwoju. Obecnie wśród przedsiębiorstw emitujących KPD obok spółek giełdowych można wyróżnić dwie grupy podmiotów:

- spółki wchodzące w skład międzynarodowych grup kapitałowych (pierwsi emitenci to Pepsico, Lever, Fiat, Tchibo i Henkel);
- przedsiębiorstwa polskie nie notowane w obrocie giełdowym (pierwsi emitenci to Fabryka Elektrofiltrów z Pszczyny i Stocznia Szczecińska).

Wśród podmiotów emitujących KPD przeważają spółki z branży budowlanej, leasingowej i sektora energetycznego. Natomiast programy KPD o największej łącznej wartości są prowadzone przez banki oraz firmy z branży teleinformatycznej (tabela 2).

**Tabela 2.** Programy KPD według branży emitenta

Branża emitenta	Liczba programów			Wartość programów (w mln zł)		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001
Bankowość	4	10	10	1400	2745	3725
Budownictwo	43	55	48	1426	1933	2174
Chemia	10	5	2	518	458	750
Elektromaszynowa	10	7	6	443	188	170

Energetyka	17	19	19	805	960	2060
Farmaceutyki	4	5	2	120	147	56
Handel	13	6	5	645	498	903
Hutnictwo	13	10	11	433	273	350
Leasing	36	42	20	920	1572	1761
NFI	8	1	1	455	75	40
Samochodowa	11	11	7	1134	1780	1955
Spożywcza	29	15	13	1840	1390	1450
Teleinformatyczna	8	14	20	1697	1516	3334
Transport	4	2	4	273	55	217
Inne	42	83	116	1469	2856	4109
Razem	252	285	284	13578	16445	23054

Źródło: jak do tabeli 1.

Rynek KPD rozwija się systematycznie, chociaż wartość rynku wzrastała z różnym natężeniem. Największy wzrost odnotowano w latach 1997-98 i 2000. Liczba emitentów KPD w ciągu pięciu lat potroiła się (tabela 3). O rozwoju rynku KPD świadczy również udział KPD przedsiębiorstw w rynku ogółu krótkoterminowych papierów dłużnych, który w latach 1997-2001 wynosił odpowiednio: 7,22%, 11,09%, 13,99%, 19,51%<sup>5</sup> i 14,9%<sup>6</sup>.

W 2001 r. wartość zadłużenia z tytułu wyemitowanych KPD osiągnęła najwyższy poziom 12719,8 mln zł, czyli o 16,4% więcej niż na koniec 2000 r. Był to najniższy wzrost w latach 1997-2001, co wynikało z ograniczania wzrostu zadłużenia przedsiębiorstw na skutek pogorszenia koniunktury gospodarczej. Na zachowanie inwestorów, jak i banków organizujących emisje, które zamknęły wcześniej wiele programów lub ich nie przedłużało, miało również wpływ kilka przypadków niespłacenia przez przedsiębiorstwa zobowiązań z tytułu papierów dłużnych.

**Tabela 3.** Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych w latach 1997-2001

Wyszczególnienie	1997	1998	1999	2000	2001
Wartość rynku (w mln zł)	2544,2	5610,7	6657,8	10931,0	12719,8
Dynamika (w %)	154,4	120,5	18,7	64,2	16,4
Liczba emitentów	113	176	229	328	309

Źródło: jak do tabeli 1.

Wzrost wartości rynku w 2001 r., pomimo wymienionego zmniejszenia się liczby inwestorów, był spowodowany pojawieniem się na rynku kilku programów KPD o znacznej wartości (tabela 4).

<sup>5</sup> J. Świdarska, *Rynek pozaskarbowych krótkoterminowych papierów dłużnych w Polsce* w: P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rozwój rynku finansowego w Polsce*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2001, s. 102.

<sup>6</sup> A. Szczecińska, *Rekordowe zadłużenie*, „Rzeczpospolita”, 3 stycznia 2002.

**Tabela 4.** Największe programy emisji KPD (stan na 31 grudnia 2001)

<b>Emitent</b>	<b>Organizator</b>	<b>Limit programu (w mln zł)</b>
Elektrociepłownie Warszawskie	Bank Handlowy	1000
Fiat Polska	Bank Handlowy/ING Bank	1000
Telefonia Lokalna	Pekao S.A./ PKO BP	915
Elektrim	Pekao S.A.	800
AIG Bank Polska	ABN AMRO	700
PKN Orlen	Bank Handlowy	700
Nestle Polska	Bank Handlowy/ING Bank	550
Pekao Faktoring	Pekao S. A.	550

Źródło: *Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie 2001 roku*, Fitch Polska S.A., Warszawa 2002, s. 2.

W procesie emisyjnym krótkoterminowych papierów dłużnych uczestniczą banki komercyjne. Pośrednictwo banków w transferze kapitału pożyczkowego od inwestorów do emitenta podnosi koszt pozyskania środków, ale jednocześnie daje emitentowi gwarancję fachowego przygotowania i korzystnego uplasowania emisji na rynku. Bank posiadający w swej ofercie produkt, którym jest bon komercyjny może więc przyjąć rolę<sup>7</sup>: agenta emisji, który oferuje przygotowanie programu emisji KPD, niejednokrotnie także memorandum informacyjnego, zawierającego informacje o emitencie i emisji papierów dłużnych, które jest udostępniane potencjalnym nabywcom. Opracowanie programu wiąże się z wyborem formy prawnej, określeniem nominału KPD, okresu zapadalności i czasu trwania emisji. Należy podkreślić, że część banków nie ogranicza się do oferowania tylko jednej konstrukcji, co świadczy o ich dużej elastyczności pozwalającej na dostosowanie formy papieru do wymagań emitenta i potrzeb inwestorów. Do zadań banków należy także pośrednictwo w sprzedaży papierów na rynku pierwotnym i wtórnym. Sprzedaż na rynku pierwotnym może być przeprowadzona dwojako:

- bank kupuje całą emisję i następnie zajmuje się jej rozprowadzeniem, wiąże się to z gwarancją objęcia emisji (underwriting);
- bank organizuje przetarg, na którym sprzedaje papiery dłużne inwestorom.

Organizacją rynku wtórnego zajmuje się bank będący agentem emisji określonego KPD. Inwestorzy, chcąc sprzedać lub kupić papiery zgłaszają się do banku będącego agentem emisji, który szuka drugiej strony transakcji. Banki często same dokonują zakupu walorów na własny rachunek lub sprzedają je z własnego portfela po to, aby zagwarantować płynność rynku. Ułatwia to zawieranie transakcji na rynku przy wykorzystaniu technik informatycznych, które pozwalają na dokonywanie zakupów i sprzedaży oraz prowadzenie ewidencji w formie elektronicznej. Papiery komercyjne na rynku wtórnym są kwotowane na podstawie stopy rentowności do wykupu.

<sup>7</sup> E. Orechwa-Maliszewska, *Banki na rynku papierów dłużnych przedsiębiorstw w Polsce w: Finanse, banki i ubezpieczenia w Polsce u progu XXI wieku*, T. II, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 2000, s. 276-277.

Na rynku wtórnym banki odgrywają rolę market makera. Podają kwotowania, które są publikowane m. in. w prasie finansowej, dotyczące cen kupna, a często także cen sprzedaży KDP, ceny te mają jednak charakter wyłącznie informacyjny. Obrót na rynku wtórnym jest możliwy tylko za pośrednictwem organizatora emisji, depozytariusza oferującego przeprowadzanie rozliczeń z klientami, prowadzenie rejestru nabywców i aktualnych posiadaczy, a także przechowywanie instrumentu, co pozwala na dematerializację obrotu, prowadzenie rachunków powierniczych inwestorów oraz rozliczeń między sprzedającymi a kupującymi papiery dłużne, lub agenta płatniczego – w tym przypadku bank przyjmuje środki od nabywców bonów na rachunek emitenta oraz prowadzi obsługę finansową wykupu papierów dłużnych w terminach ich zapadalności polegającą na pobraniu środków od emitenta i ich rozdziale między posiadaczy papierów.

Banki najczęściej łączą ze sobą te role, proponując tym samym kompleksową obsługę emisji i obrotu wtórnego.

Dla banków korzyścią wynikającą z oferowania tego produktu jest możliwość:

- przerzucenia ryzyka kredytowego na inwestorów nabywających ten papier,
- ominięcia limitów koncentracji kredytów narzuconych przez prawo bankowe, które niejednokrotnie ograniczają pole manewru bankom, zwłaszcza tych o niewysokich funduszach,
- osiągnięcie dodatkowego dochodu w postaci opłat i prowizji za uczestniczenie w procesie emisyjnym.

Usługi związane z emisją papierów dłużnych przedsiębiorstw przynoszą bankom przychody w postaci prowizji, rekompensujące im częściowo utracone przychody kredytowe. Prowizja z tytułu przygotowania emisji jest płatna zazwyczaj jednorazowo za cały okres trwania programu w wysokości do 0,25% jego wartości nominalnej (w przypadku programu o dużej wartości jest ona niższa), za plasowanie emisji w wysokości od 0,2% do 1% wartości nominalnej emisji w skali roku. Gdy bank gwarantuje zamknięcie emisji, występują dodatkowe opłaty za gotowość objęcia emisji i dyskonto przy objęciu papierów wartościowych. Prowizje pobierane są również z tytułu pośrednictwa na rynku wtórnym oraz za prowadzenie depozytu i pełnienie funkcji agenta do spraw płatności<sup>8</sup>.

Niejednokrotnie pośrednictwo w emisji papierów dłużnych przedsiębiorstw jest elementem pakietu usług związanych z kompleksową obsługą finansową działalności przedsiębiorstw. Banki dążąc do pozyskania zleceń od nowych emitentów, konkurują między sobą przede wszystkim wysokością prowizji i szybkością organizacji emisji.

W 1998 r. organizatorami emisji było 18 banków. Wraz ze wzrostem emisji KPD rosła również liczba banków-organizatorów. W 1999 r. liczba ta wzrosła do 26, a w 2000 r. do 27. W 2001 r. liczba organizatorów zmniejszyła się do 25 na skutek kilku fuzji w sektorze bankowym, między innymi Banku Handlowego z Citibankiem. Największy udział w rynku KPD według kwoty zadłużenia od kilku lat posiadają banki: Pekao S. A., Citibank, Bank Handlowy, ING Barings oraz BRE Bank. W sumie banki te posiadają niemal 70% rynku.

---

<sup>8</sup> M. Nowak, *Emisja papierów komercyjnych w Polsce*, Biblioteka Bankowca Twigger, Warszawa 1999, s. 87-88.

**Tabela 5.** Udział poszczególnych organizatorów na rynku KPD według kwot zadłużenia (w %)

Organizator emisji	1998	1999	2000	2001
Bank Handlowy	25,2	13,7		
Citibank	9,7	12,7	18,9*	29,8*
ING Barings	19,0	16,8	12,8	11,7
Pekao S. A.	14,1	18,2	18,8	19,2
BRE Bank	8,9	6,8	12,3	7,7
Pozostali	23,4	31,9	37,3	31,5

\*Łączna wartość po połączeniu Banku Handlowego i Citibanku

Źródło: jak do tabeli 1.

Najefektywniejszym organizatorem z punktu widzenia wartości uplasowanych emisji w 2001 r. był Bank Handlowy (łączna wartość uplasowanych emisji wyniosła 16,9 mld zł). Emisje o znacznej wartości uplasował również ING Bank Śląski (12,3 mld zł), Bank Pekao S.A. (11 mld zł) oraz BRE Bank (8 mld zł).

O atrakcyjności KPD dla nabywców decydują rentowność i płynność papierów<sup>9</sup>. Analiza rentowności jest utrudniona, ponieważ część emitentów nie publikuje tego rodzaju informacji. Opierając się na danych podawanych przez banki organizujące programy emisji, można stwierdzić, że rentowność jest zróżnicowana i z reguły wyższa od rentowności bonów skarbowych. Problemem jest ryzyko towarzyszące inwestycjom w KPD przedsiębiorstw. W odniesieniu do większości emisji jedynym zabezpieczeniem jest dobra sytuacja finansowa emitenta. Na rozwiniętych rynkach finansowych instrumentem ograniczającym ryzyko inwestorów jest instytucjonalny system oceny wiarygodności kredytowej emitenta – rating.

Największym inwestorem na rynku pozaskarbowych papierów dłużnych są przedsiębiorstwa, które nabyły 39,3% wyemitowanych papierów dłużnych w 2000 r. i 40% w 2001 r. Drugim ważnym inwestorem są banki, które nabyły odpowiednio 36,1% i 31,2%. Trzecim z kolei są towarzystwa ubezpieczeniowe z udziałem 10% i 8,8% wyemitowanych papierów.

Charakterystyczny dla polskiego rynku KPD jest brak efektywnego i płynnego rynku wtórnego – nabywcy papierów dłużnych trzymają je najczęściej do terminu zapadalności. Ocenia się, że transakcje na rynku wtórnym obejmują ok. 20% wyemitowanych papierów dłużnych, można więc stwierdzić, że rynek charakteryzuje się niską płynnością. Wśród przyczyn tego zjawiska należy wymienić ograniczenia wynikające z możliwości sprzedaży papierów tylko za pośrednictwem organizatora emisji oraz niechęć inwestorów do odsprzedaży papierów przed terminem ich zapadalności, co świadczy o atrakcyjności tych papierów. Budowa płynnego rynku wymaga stworzenia izby rozliczeniowej oraz ujednoczenia podstaw prawnych emisji KPD<sup>10</sup>.

Podsumowując, można stwierdzić, że szybki rozwój KPD przedsiębiorstw w Polsce w aspekcie ilościowym świadczy o tym, że papiery te stały się istotnym instru-

<sup>9</sup> I. Pyka (red.), *Rynek pieniężny i kapitałowy*, Akademia Ekonomiczna w Katowicach, Katowice 2001, s. 81.

<sup>10</sup> M. Pokojka, *Dług trudny do sprzedania*, „Gazeta Bankowa” z 3-9 lipca 2001, s. 20-21.

mentem kształtowania płynności finansowej przedsiębiorstw. Dalszy jego rozwój jest uzależniony od zwiększenia płynności rynku wtórnego, a także zwiększenia znaczenia identyfikowania ryzyka inwestycyjnego przez upowszechnienie ratingu. Warto podkreślić, że aktywność banków na rynku krótkoterminowych papierów dłużnych stała się czynnikiem stymulującym jego rozwój.

## Bibliografia

1. Czechowska I. D., *Zmiany ilościowe i jakościowe na rynku commercial papers ze szczególnym uwzględnieniem roli banku*, „Bank i Kredyt” nr 3/1999.
2. Dębski W., *Rynek finansowy i mechanizmy jego funkcjonowania*, Wydawnictwa naukowe PWN, Warszawa 2001.
3. Nowak M., *Emisja papierów komercyjnych w Polsce*, Biblioteka Bankowca Twigger, Warszawa 1999.
4. Nowak M., *Rynek papierów komercyjnych w: Rynek pieniężny w Polsce*. red. A Sławiński *Stan i perspektywy*, IBnGR, Gdańsk 2000.
5. Orechwa-Maliszewska E., *Banki na rynku papierów dłużnych przedsiębiorstw w Polsce w: Finanse, banki i ubezpieczenia w Polsce u progu XXI wieku*, T. II, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 2000.
6. red. I. Pyka, *Rynek pieniężny i kapitałowy*, Akademia Ekonomiczna w Katowicach, Katowice 2001.
7. *Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie 2000 roku*, CERA S.A., Warszawa 2001.
8. *Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie 2001 roku*, Fitch Polska S.A., Warszawa 2002.
9. Szczecińska A., *Rekordowe zadłużenie*, „Rzeczpospolita”, 3 stycznia 2002.
10. Świdorska J., *Rynek pozaskarbowych krótkoterminowych papierów dłużnych w Polsce w: P. Karpuś, J. Węclawski (red.), Rozwój rynku finansowego w Polsce*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2001.