

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

271

Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Tom 1



Redaktorzy naukowi

**Adam Kopiński, Tomasz Słoński,
Bożena Ryszawska**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Redaktorzy Wydawnictwa: Elżbieta Kozuchowska, Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Justyna Mroczkowska

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-219-2 (całość)

ISBN 978-83-7695-223-9 t. 1

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	11
Abdul Nafea Al Zararee, Abdulrahman Al-Azzawi: The impact of free cash flow on market value of firm.....	13
Tomasz Berent, Sebastian Jasinowski: Financial leverage puzzle – preliminary conclusions from literature review	22
Michał Buszko: Zarządzanie ryzykiem konwersji kapitału nieruchomości (<i>equity release</i>)	40
Magdalena Bywalec: Jakość portfela kredytów mieszkaniowych w Polsce w latach 2007-2011	49
Jolanta Ciak: Model of public debt management institutions in Poland and the models functioning within the European Union	59
Leszek Czapiewski, Jarosław Kubiak: Syntetyczny miernik poziomu asymetrii informacji (SMAI)	68
Anna Doś: Low-carbon technologies investment decisions under uncertainty created by the carbon market.....	79
Justyna Dyduch: Ocena efektywności kosztowej inwestycji proekologicznych.....	88
Ewa Dziawgo: Analiza własności opcji <i>floored</i>	100
Ryta Dziemianowicz: Kryzys gospodarczy a polityka podatkowa w krajach UE.....	113
Józefa Famielec: Finansowanie zreformowanej gospodarki odpadami komunalnymi	123
Anna Feruś: The use of data envelopment analysis method for the estimation of companies' credit risk	133
Joanna Fila: Europejski instrument mikrofinansowy Progress wsparciem w obszarze mikrofinansów.....	144
Sławomir Franek: Ocena wiarygodności prognoz makroekonomicznych – doświadczenia paktu stabilności i wzrostu a wieloletnie planowanie budżetowe	152
Paweł Galiński: Produkty i usługi bankowe dla jednostek samorządu terytorialnego w Polsce.....	162
Alina Gorczyńska, Izabela Jonek-Kowalska: Kwity depozytowe jako źródło finansowania podmiotów gospodarczych w warunkach globalizacji rynków finansowych	172
Jerzy Grabowiecki: Financial structure and organization of <i>keiretsu</i> – Japanese business groups.....	181

Sylwia Grenda: Ryzyko cen transferowych w działalności przedsiębiorstw powiązanych	191
Maria Magdalena Grzelak: Ocena związków pomiędzy nakładami na działalność innowacyjną a konkurencyjnością przedsiębiorstw przemysłu spożywczego w Polsce.....	202
Agnieszka Jachowicz: Finanse publiczne w Polsce w świetle paktu stabilności	214
Agnieszka Janeta: Rynkowe wskaźniki oceny stanu finansów publicznych na przykładzie wybranych krajów strefy euro	226
Agnieszka Janeta: Obligacje komunalne jako instrument finansowania rozwoju lokalnego i regionalnego.....	236
Bogna Janik: Efficiency of investment strategy of Socially Responsible Funds Calvert.....	247
Anna Jarzębska: Obszary zarządzania płynnością finansową w publicznej szkole wyższej	256
Tomasz Jewartowski, Michał Kaldowski: Struktura kapitału i dywersyfikacja działalności spółek rodzinnych notowanych na GPW	265
Marta Kacprzyk, Rafał Wolski, Monika Bolek: Analiza wpływu wskaźników płynności i rentowności na kształtowanie się ekonomicznej wartości dodanej na przykładzie spółek notowanych na GPW w Warszawie.....	279
Arkadiusz Kijek: Modelowanie ryzyka sektorowego przy zastosowaniu metody harmonicznej	289
Anna Kobialka: Analiza dochodów gmin województwa lubelskiego w latach 2004-2009.....	302
Anna Korombel: Zarządzanie ryzykiem w praktyce polskich przedsiębiorstw	313
Anna Korzeniowska, Wojciech Misterek: Znaczenie instytucji otoczenia biznesu we wdrażaniu innowacji MŚP.....	322
Magdalena Kowalczyk: Wykorzystanie narzędzi rachunkowości zarządczej w sektorze finansów publicznych.....	334
Mirosław Kowalewski, Dominika Siemianowska: Zarządzanie kosztami za pomocą zarządzania przez cele na przykładzie zakładu przetwórstwa mięsnego X	343
Paweł Kowalik, Błażej Prus: Analiza wyznaczania kwoty na wyrównanie dochodów w krajowych niemieckich systemach wyrównania finansowego na przykładzie 2011 roku.....	353
Sylwester Kozak, Olga Teplova: Covered bonds and RMBS as secured funding instruments for the real estate market in the EU.....	367
Małgorzata Koźuch: Preferencje podatkowe jako narzędzia subsydiowania przedsięwzięć ochrony środowiska	378
Marzena Krawczyk: Gotowość inwestycyjna determinantą pozyskiwania kapitału od aniołów biznesu	388

Marzena Krawczyk: Teoria hierarchii źródeł finansowania w praktyce innowacyjnych MŚP w Polsce	397
Jarosław Kubiak: Planowanie należności na podstawie cyklu ich rotacji określonego według zasady lifo oraz według wartości średniej	407
Iwa Kuchciak: <i>Crowdsourcing</i> w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa	418
Marcin Kuzel: Chińskie inwestycje bezpośrednie na świecie – skala, kierunki i motywy ekspansji zagranicznej	427
Katarzyna Lewkowicz-Grzegorzczak: Progresja podatkowa a redystrybucja dochodów	439
Katarzyna Lisińska: Struktura kapitałowa przedsiębiorstw produkcyjnych w Polsce, Niemczech i Portugalii	449
Joanna Lizińska: Problem doboru portfela porównawczego w długookresowej ewaluacji efektów kolejnych emisji akcji	459
Bogdan Ludwiczak: Wykorzystanie metody VaR w procesie pomiaru ryzyka	468
Justyna Łukomska-Szarek: Ocena zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w Polsce w latach 2004-2010	480
Agnieszka Majewska: Wykorzystanie opcji quanto w zarządzaniu ryzykiem pogodowym w przedsiębiorstwach sektora energetycznego	490
Monika Marcinkowska: Rachunkowość społeczna – czyli o pomiarze wyników przedsiębiorstw w kontekście oczekiwań interesariuszy	502

Summaries

Abdul Nafea Al Zararee: Wpływ wolnych przepływów pieniężnych na wartość rynkową firmy	21
Tomasz Berent, Sebastian Jasinowski: Dźwignia finansowa – wstępne wnioski z przeglądu literatury	39
Michał Buszko: Risk management of real estate equity release	48
Magdalena Bywalec: The quality of the portfolio of housing loans in Poland in 2007-2011	58
Jolanta Ciak: Model instytucji zarządzania długiem publicznym w Polsce na tle modeli funkcjonujących w Unii Europejskiej	67
Leszek Czapiewski, Jarosław Kubiak: Synthetic measure of the degree of information asymmetry	78
Anna Doś: Decyzje o inwestycjach w technologię obniżającą emisję CO ₂ w warunkach niepewności stwarzanej przez europejski system handlu emisjami	87
Justyna Dyduch: Assessment of cost effectiveness of proecological investments	99
Ewa Dziawgo: The analysis of the properties of floored options	112

Ryta Dziemianowicz: Economic crisis and tax policy in the EU countries ...	123
Józefa Famielec: Financing of reformed economy of municipal waste	132
Anna Feruś: Wykorzystanie metody granicznej analizy danych do oceny ryzyka kredytowego przedsiębiorstw	143
Joanna Fila: The European Progress Microfinance Facility as an example of the support in microfinance	151
Sławomir Franek: Credibility of macroeconomic forecasts – experiences of stability and growth pact and multi-year budgeting planning	161
Paweł Galiński: Banking products and services for local governments in Poland	171
Alina Gorczyńska, Izabela Jonek-Kowalska: Depositary receipts as a source of businesses entities financing in the conditions of globalization of financial markets	180
Jerzy Grabowiecki: Struktura finansowa i organizacja japońskich grup kapitałowych <i>keiretsu</i>	190
Sylwia Grenda: Transfer pricing risk in the activity of related companies	201
Maria Magdalena Grzelak: Assessment of relationship between outlays on innovation and competitiveness of food industry enterprises in Poland....	213
Agnieszka Jachowicz: Public finance in Poland in the perspective of the Stability and Growth Pact	225
Agnieszka Janeta: Market indicators assessing the state of public finances: the case of selected euro zone countries.....	235
Agnieszka Janeta: Municipal bonds as a financing instrument for local and regional development.....	246
Bogna Janik: Efektywność strategii inwestycyjnych funduszy społecznie odpowiedzialnych Calvert	255
Anna Jarzębska: Areas of liquidity management in public university	264
Tomasz Jewartowski, Michał Kaldoński: Capital structure and diversification of family firms listed on the Warsaw Stock Exchange	278
Marta Kacprzyk, Rafał Wolski, Monika Bolek: Liquidity and profitability ratios influence on economic value added basing on companies listed on the Warsaw Stock Exchange.....	288
Arkadiusz Kijek: Sector risk modelling by harmonic method	301
Anna Kobiałka: Analysis of revenue of Lublin Voivodeship communes in 2004-2009	312
Anna Korombel: Risk management in practice of Polish companies.....	321
Anna Korzeniowska, Wojciech Misterek: The role of business environment institutions in implementing SMEs' innovations	333
Magdalena Kowalczyk: Using tools of managerial accounting in public finance sector	342

Mirosław Kowalewski, Dominika Siemianowska: Cost management conducted with the utilization of Management by Objectives on an example of meat processing plant.....	352
Paweł Kowalik, Błażej Prus: The analysis of determining the amount of the financial equalization in German's national financial equalization systems on the example of 2011	366
Sylwester Kozak, Olga Teplova: Listy zastawne i RMBS jako bezpieczne instrumenty finansujące rynek nieruchomości w UE	377
Małgorzata Kożuch: Tax preferences as the instrument of subsidizing of ecological investments.....	387
Marzena Krawczyk: Investment readiness as a determinant for raising capital from business angels	396
Marzena Krawczyk: Theory of financing hierarchy in the practice of innovative SMEs in Poland.....	406
Jarosław Kubiak: The receivables level planning on the basis of cycle of rotation determined by the LIFO principles and by average value	417
Iwa Kuchciak: Crowdsourcing in the creation of bank company value	426
Marcin Kuzel: Chinese foreign direct investment in the world – scale, directions and determinants of international expansion	438
Katarzyna Lewkowicz-Grzegorzczak: Tax progression vs. income redistribution.....	448
Katarzyna Lisińska: Capital structure of manufacturing companies in Poland, Germany and Portugal.....	458
Joanna Lizińska: The long-run abnormal stock returns after seasoned equity offerings and the choice of the reference portfolio	467
Bogdan Ludwiczak: The VAR approach in the risk measurement	479
Justyna Łukomska-Szarek: Assessment of debt of local self-government units in Poland in the years 2004-2010.....	489
Agnieszka Majewska: Weather risk management by using quanto options in enterprises of the energy sector.....	501
Monika Marcinkowska: “Social accounting” – or how to measure companies’ performance in the context of stakeholders’ expectations	525

Agnieszka Janeta

Politechnika Opolska

OBLIGACJE KOMUNALNE JAKO INSTRUMENT FINANSOWANIA ROZWOJU LOKALNEGO I REGIONALNEGO

Streszczenie: Aktywne wspieranie działań prorozwojowych w ujęciu lokalnym i regionalnym wymaga dysponowania przez władze samorządowe odpowiednim kapitałem finansowym. W obliczu rosnących oczekiwań społeczeństwa w zakresie realizacji przez samorządy zadań publicznych środki budżetowe JST okazują się często niewystarczające. Poszukiwanie możliwości pozyskania zewnętrznych zasileń staje się zatem koniecznością w procesie urzeczywistniania inicjatyw prorozwojowych oraz zwiększania szans inwestycyjnych samorządów terytorialnych. W artykule przedstawiono istotę obligacji jako źródła finansowania rozwoju lokalnego i regionalnego. Wskazano również na możliwości emisji obligacji z punktu widzenia ograniczeń prawnych w zakresie zadłużania się JST. Ponadto zaprezentowano rynek Catalyst jako platformę obrotu omawianymi instrumentami.

Słowa kluczowe: rozwój regionalny i lokalny, obligacje komunalne, zewnętrzne zasilenia zwrotne.

1. Wstęp

Zagadnienie wykorzystania obligacji komunalnych jako instrumentu finansowania rozwoju regionalnego i lokalnego było wielokrotnie omawiane w literaturze przedmiotu [Adamiak 2006; Antkiewicz 2009; Misterek 2009]. W szczególności w publikacjach w ramach wskazanego obszaru zwraca się uwagę na liczne potencjalne korzyści dla kapitałobiorcy związane emisją tych instrumentów (m.in. możliwość elastycznego zarządzania długiem, możliwość ubiegania się o środki UE). Jednocześnie w literaturze dominuje pogląd, że perspektywy rozwojowe polskiego rynku obligacji komunalnych są bardzo mocno ograniczone [Antkiewicz 2009].

Wśród opracowań poświęconych warunkom pozyskiwania kapitału przez emisję obligacji należy również zwrócić uwagę na grupę publikacji poświęconych analizie uwarunkowań prawnych w zakresie możliwości zadłużania się JST [Skuza 2003; Jastrzębska 2009; Kańduła, Urbaniak 2010; Filipiak 2011]. Wątek ten jest obecnie szczególnie aktualny, gdyż obowiązująca od 1 stycznia 2010 r. nowa ustawa o finansach publicznych wprowadza radykalne zmiany w zakresie limitowania zadłużenia

samorządów. Analiza literatury pozwala stwierdzić, że nie ma zgodności w kwestii oddziaływania nowych zasad na możliwości zadłużania się JST. W ramach prowadzonych badań podejmowane są zatem próby stwierdzenia, czy nowe przepisy przełożą się na wzrost faktycznego zadłużenia samorządów, czy wręcz przeciwnie – doprowadzą do jego ograniczenia [Kańduła, Urbaniak 2010].

Problem badawczy w ramach niniejszego artykułu został sformułowany następująco: czy obowiązujące przepisy prawne oraz specyfika polskiego rynku obligacji komunalnych sprzyjają finansowaniu rozwoju lokalnego i regionalnego przez emisję tych instrumentów. Należy jednocześnie podkreślić, że treść artykułu ze względu na obszerną i wieloaspektową problematykę nie wyczerpuje tematu – w przyszłości podjęta tematyka będzie przedmiotem pogłębionych badań.

2. Kapitał finansowy jako czynnik prorozwojowy w ujęciu lokalnym i regionalnym

W warunkach decentralizacji władzy państwowej, a w konsekwencji rozszerzania samodzielności gospodarczej i politycznej określonych obszarów, coraz bardziej uzasadnione staje się rozpatrywanie rozwoju społeczno-gospodarczego państwa w ujęciu regionalnym i lokalnym. Jakkolwiek aparat pojęciowy zagadnień związanych z regionem jest bardzo bogaty i często niejednoznaczny, należy podkreślić, że sposób definiowania regionu uzależniony jest od celu wyodrębniania określonego terytorium. W uproszczeniu można przyjąć, że regionem jest jednostka władzy publicznej poniżej szczebla narodowego, dysponująca jednocześnie (najczęściej jako struktura terytorialno-gospodarcza) możliwościami prowadzenia polityki społeczno-gospodarczej [Woś 2005, s. 29].

Najbardziej ogólnie rozumiany rozwój regionalny jest procesem wszelkich zmian zachodzących w regionie [Kosiedorowski 2001, s. 28]. W węższym znaczeniu rozwój regionalny oznacza wzrost potencjału gospodarczego regionów oraz trwałą poprawę ich konkurencyjności i poziomu życia ludności przyczyniające się do rozwoju społeczno-gospodarczego kraju [Kozak, Pyszkowski, Szewczyk 2001, s. 46]. Rozwój lokalny dotyczy zmian zachodzących w ramach mikroregionu i stanowi niewątpliwie uzupełnienie rozwoju regionalnego. Według O. Godarda rozwój lokalny to proces dywersyfikacji i wzbogacania działalności gospodarczej i społecznej danego terytorium, mający swe źródło w mobilizacji i koordynacji jego zasobów i energii – za: [Naworól 2007, s. 16]. Można zatem stwierdzić, że rozwój regionalny (ale również lokalny) jest w dużej mierze procesem o charakterze ekonomicznym, polegającym na transformacji czynników i zasobów (wewnętrznych i zewnętrznych) w dobra i usługi [Szewczuk, Kogut-Jaworska, Zioło 2011, s. 26].

Jednym z kluczowych czynników wspierających rozwój regionalny i lokalny oraz wzrost konkurencyjności określonych obszarów jest kapitał finansowy, a w szczególności kapitał inwestycyjny. Kapitał inwestycyjny w ujęciu lokalnym

i regionalnym może pochodzić z wielu źródeł. Jego dostarczycielami mogą być zarówno samorządy (kapitał własny oraz zwrotne zasilenia zewnętrzne), jak i mieszkańcy oraz inwestorzy zewnętrzni. Największe możliwości bezpośredniego oddziaływania przez samorządy na poziom i strukturę kapitału inwestycyjnego dotyczą niewątpliwie ich kapitału własnego oraz zwrotnych zasileń zewnętrznych. W warunkach utrzymującego się od lat deficytu sektora finansów publicznych oraz presji społecznej i ekonomicznej wspólnot lokalnych i regionalnych na zaspokajanie przez sektor samorządowy różnorodnych potrzeb coraz większą rolę odgrywają przychody budżetów JST pochodzące z kredytów, pożyczek i sprzedaży papierów wartościowych [Szewczuk, Kogut-Jaworska, Ziolo 2011, s. 314].

Analizując strukturę zadłużenia JST, można jednoznacznie stwierdzić, że dominującą rolę odgrywają w niej kredyty i pożyczki (89,2%), papiery wartościowe stanowią natomiast tylko 10,2% zadłużenia. W relacji do dochodów samorządów zobowiązania z tytułu emisji papierów wartościowych stanowią tylko 2,9% (dane za 2011 r.). W najmniejszym stopniu z tego rodzaju zasileń korzystają gminy, w odniesieniu do których relacja ta kształtuje się na poziomie jedynie 0,3% [*Sprawozdanie z działalności...* 2012, s. 207].

Przedstawione dane liczbowe wskazują na bardzo ograniczoną rolę obligacji w finansowaniu rozwoju samorządów, zwłaszcza gmin. O ile brak zainteresowania ze strony gmin finansowaniem przez emisję obligacji jest uzasadniony (efekt niższego kosztu finansowania dotyczy dużych emisji), o tyle słabe zainteresowanie tym instrumentem jednostek o znacznie większych potrzebach kapitałowych może dziwić. Emisja obligacji, wiążąc się bowiem z wieloma korzyściami dla kapitałobiorcy, może stanowić istotne źródło finansowania inwestycji samorządów, szczególnie w przypadku niedoboru środków własnych. Z drugiej strony należy pamiętać, że możliwości finansowania działalności bieżącej i rozwojowej za pomocą tego rodzaju zasileń są uwarunkowane wieloma czynnikami, wśród których znaczącą funkcję pełnią zasady zadłużania się JST.

3. Zasady zadłużania się jednostek samorządu terytorialnego

Zadłużenie JST jest elementem długu publicznego w Polsce. Zgodnie z zawartymi w ustawie o finansach publicznych (u.o.f.p) zapisami państwowy dług publiczny obejmuje zobowiązania sektora finansów publicznych z następujących tytułów (art. 72 ust. 1 u.o.f.p.):

- wyemitowanych papierów wartościowych opiewających na wierzytelności pieniężne,
- zaciągniętych kredytów i pożyczek,
- przyjętych depozytów,
- wymagalnych zobowiązań.

Poziom zadłużenia samorządów kształtowany jest pod wpływem wielu determinant. Przykładowo M. Wiśniewski wśród elementów wpływających na zadłużenie

gminy wyróżnia m.in. czynniki prawne, demograficzne, obecną i planowaną politykę państwa i regionu, cenę kapitału, jakość zarządzania finansami gminy czy ocenę jej zdolności kredytowej¹. Wydaje się jednak, że w praktyce gospodarczej kształtowanie się zadłużenia w samorządach zależy w największym stopniu od faktycznych potrzeb JST w zakresie dodatkowego finansowania oraz regulacji prawnych w tym obszarze.

Ustawa o finansach publicznych zawiera liczne ograniczenia dotyczące możliwości zadłużania się JST. Podstawowym ograniczeniem o charakterze makroekonomicznym jest relacja państwowego długu publicznego do wartości produktu krajowego brutto, która nie może przekroczyć progu 60%. Zasada ta w znacznej mierze ogranicza możliwości zadłużania się samorządów ze względu na fakt, iż w przeważającej części państwowy dług publiczny kreowany jest jako dług rządowy.

Pozostałe ograniczenia dotyczą zakazu:

- przekroczenia przez sumę zaciągniętych kredytów i pożyczek oraz zobowiązań z wyemitowanych papierów wartościowych kwoty określonej w uchwale budżetowej JST (art. 91 u.o.f.p.),
- zaciągania takich zobowiązań finansowych, których koszty obsługi są ponoszone rzadziej niż raz w roku (art. 92 ust. 1 u.o.f.p.),
- emitowania przez JST papierów wartościowych z dyskontem przekraczającym 5% wartości nominalnej tych papierów (art. 92 ust. 1 u.o.f.p.),
- kapitalizacji odsetek od zadłużenia (art. 92 ust. 1 u.o.f.p.),
- zaciągania pożyczek lub kredytów, emitowania papierów wartościowych oraz udzielania poręczeń i gwarancji, których wartość nominalna należna do zapłaty w dniu wymagalności nie została ustalona w dniu zawierania transakcji (art. 93 ust. 1 u.o.f.p.).

Warto również wspomnieć, że pomimo iż w 2010 r. zaczęła obowiązywać nowa ustawa o finansach publicznych, to wprowadzanie w życie niektórych zasad zadłużania się JST zostało odroczone w czasie. Dopiero od 2014 r. zacznie obowiązywać regulacja uzależniająca wysokość zadłużenia poszczególnych samorządów od poziomu nadwyżki operacyjnej. Przepis ten pozwoli na bardziej zindywidualizowane odnoszenie się do faktycznych możliwości JST w zakresie kreowania ich zadłużenia. Do końca 2013 r. obowiązują natomiast przepisy, zgodnie z którymi łączna kwota przypadających w danym roku budżetowym: spłat rat kredytów i pożyczek wraz z należnymi w danym roku odsetkami, wykupów papierów wartościowych wraz z należnymi odsetkami i dyskontem oraz potencjalnych spłat kwot wynikających z udzielonych przez JST poręczeń oraz gwarancji, nie może przekroczyć 15% planowanych dochodów JST (art. 169 ust. 1). Ponadto do końca 2013 r. obowiązuje zasada, że łączna kwota długu JST na koniec roku budżetowego nie może przekroczyć 60% wykonanych dochodów ogółem tej jednostki w tym roku (art. 170 ust. 1 u.o.f.p.).

¹ Więcej na temat determinant zadłużenia gminy: [Wiśniewski 2011, s. 35-38].

Analiza przepisów prawnych wskazuje na istnienie wielu ograniczeń w obszarze kreowania zadłużenia przez JST. Z jednej strony ograniczenia te są w pełni uzasadnione ze względów ostrożnościowych, z drugiej natomiast mogą hamować rozwój niektórych samorządów.

4. Istota obligacji komunalnych i możliwości ich emisji przez JST

Prawo pozyskiwania środków finansowych przez emisję obligacji gwarantuje jednostkom samorządu terytorialnego ustawa o finansach publicznych (art. 89 ust. 1 u.o.f.p.). Podstawą prawną każdej emisji obligacji komunalnych jest uchwała właściwego organu JST (rady gminy, rady powiatu lub sejmiku województwa). Uchwała ta musi zawierać wszystkie podstawowe parametry charakteryzujące daną emisję, przede wszystkim: wielkość emisji, cel emisji, ewentualny sposób zabezpieczenia emisji, wartość nominalną obligacji, wysokość oprocentowania, terminy i sposób płatności odsetek, termin wykupu obligacji oraz tryb emisji.

JST mogą emitować papiery wartościowe na: pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu, finansowanie planowanego deficytu budżetu, spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów, a także wyprzedzające finansowanie działań finansowanych ze środków pochodzących z budżetu UE. Przepisy prawne nie formułują odrębnej definicji dla obligacji komunalnych, ich szczególny charakter wynika z faktu specyfiki emitenta, którym jest jednostka samorządu terytorialnego. Poza emitentem, podstawową cechą odróżniającą obligacje komunalne od obligacji pozostałych emitentów jest zawarty w art. 28 ustawy o obligacjach (u.o.o.) obowiązek określenia celu emisji. Postawiona wyłącznie wobec samorządów konieczność sprecyzowania celu, na jaki przeznaczone zostaną środki finansowe pozyskane w procesie emisji, ma wspierać przejrzystość finansów JST oraz bezpieczeństwo potencjalnych inwestorów. Cel emisji z jednej strony powinien zostać określony na tyle precyzyjnie, aby kapitałodawcy mieli świadomość, na co przeznaczane są pozyskiwane od nich środki, z drugiej zaś strony, zgodnie z praktyką rynkową, jest on określany znacznie bardziej ogólnie, niż ma to miejsce w przypadku kredytu bankowego. Pomimo obligatoryjności formułowania celów emisji obligacji istnieje zatem możliwość swobodniejszego (w porównaniu z kredytem bankowym) działania w tym zakresie, co w konsekwencji zwiększa elastyczność wykorzystania środków pozyskanych w drodze emisji papierów dłużnych. Jednocześnie należy podkreślić, że emitenci, którzy przeznaczą środki pochodzące z emisji obligacji na inne cele niż określone w warunkach emisji, podlegają grzywnie do 5 000 000 zł lub karze pozbawienia wolności do lat 2 albo obu tym karom łącznie (art. 41 u.o.o.).

Zgodnie z definicją zawartą w ustawie o obligacjach obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia (art. 4 ust. 1 u.o.o.).

Brak wyodrębnienia obligacji komunalnych jako samodzielnej kategorii prawnej powoduje, że podlegają one tym samym podziałom, co obligacje innych emitentów. Jednym z ważniejszych kryteriów podziału jest sposób zabezpieczenia emisji. Z tego punktu widzenia wyróżnić można obligacje zabezpieczone i niezabezpieczone. W warunkach polskiej gospodarki przeważająca liczba obligacji komunalnych jest niezabezpieczona. Czynnikiem stwarzającym możliwość realizacji z sukcesem tego typu emisji są przede wszystkim: wysoka wiarygodność samorządów oraz praktyka poddawania się przez JST procesowi oceny ratingowej. Dzięki emisjom niezabezpieczonym emitenci uwalniają posiadane zabezpieczenia, mogą wykorzystać je w trakcie pozyskiwania finansowania z innych źródeł.

Do istotnych zalet pozyskiwania finansowania w drodze emisji obligacji komunalnych zaliczyć należy ponadto możliwość samodzielnego określenia przez JST wielkości i struktury emisji, a także harmonogramu spłat odsetek i kapitału obligacji. W wyniku tak znacznej elastyczności w zakresie pozyskania i zwrotu kapitału samorządy zwiększają swoją samodzielność w obszarze zarządzania finansami.

Ważną cechą tego źródła kapitału jest fakt, iż emitent odpowiada całym swoim majątkiem za zobowiązania wynikające z obligacji (art. 8 u.o.o.). Wysoka wiarygodność samorządów występujących w roli emitentów papierów dłużnych powoduje, że inwestycje w obligacje komunalne charakteryzują się niskim poziomem ryzyka, dzięki czemu oczekiwana przez inwestorów stopa zwrotu jest stosunkowo niska. Możliwość zaoferowania niższego oprocentowania oraz roczne, a nie miesięczne okresy odsetkowe powodują, że koszt pozyskania finansowania w drodze emisji obligacji jest niższy w porównaniu z kredytem bankowym.

W kontekście zakresu odpowiedzialności za zobowiązania wynikające z wyemitowanych papierów dłużnych wyróżnić można drugi rodzaj obligacji, do emisji których uprawnione są jednostki samorządu terytorialnego. Są to obligacje przychodowe – odpowiedzialność za zobowiązania wynikające z tych obligacji ograniczona jest do kwoty przychodów uzyskiwanych z realizacji przedsięwzięć, na finansowanie których zaciągnięto zobowiązania. W odniesieniu do tego rodzaju instrumentów nie ma ograniczeń co do celu emisji. Ponadto środków na rachunku bankowym gromadzonych dla celów zaspokojenia roszczeń obligatariuszy oraz świadczeń emitenta należnych obligatariuszom z tytułu tych obligacji nie uwzględnia się przy ustalaniu ograniczeń zadłużenia JST (art. 23b ust. 7 u.o.o.). Z drugiej strony, ze względu na fakt, iż tylko uzyskiwane w toku realizacji inwestycji przychody stanowią zabezpieczenie obligacji przychodowych, z punktu widzenia inwestora są one instrumentami charakteryzującymi się wyższym poziomem ryzyka niż zwykłe obligacje. Fakt ten musi znaleźć odzwierciedlenie w konieczności zaoferowania kapitałodawcy wyższego dochodu, a w konsekwencji poniesienia wyższego kosztu pozyskania finansowania. Dodatkowo warto podkreślić, że obligacje przychodowe nie znajdują zastosowania w finansowaniu każdego rodzaju inwestycji lokalnych czy regionalnych. Ze względu na specyficzną konstrukcję tych instrumentów finansowanie przez emisję obligacji przychodowych może dotyczyć wyłącznie inwestycji w obszarach, któ-

re będą przynosić regularne dochody, np. transport publiczny czy usługi w zakresie zbiórki i transportu odpadów.

Niezależnie od rodzaju emitowanych obligacji komunalnych promocja JST wynikająca z wywiązania się ze stawianych przed emitentem wymogów informacyjnych zwiększa szanse dotarcia do szerszego środowiska inwestycyjnego, co niewątpliwie sprzyja procesowi urzeczywistniania inicjatyw prorozwojowych na poziomie lokalnym i regionalnym.

5. Rynek obligacji Catalyst

Od 30 września 2009 r. samorzady mają możliwość emitowania obligacji w ramach zorganizowanego systemu obrotu i autoryzacji instrumentów dłużnych Catalyst. Wprowadzenie na Catalyst może polegać na uzyskaniu autoryzacji i dopuszczeniu lub wprowadzeniu obligacji do obrotu zorganizowanego bądź wyłącznie na uzyskaniu autoryzacji Catalyst.

Rynek ten tworzą cztery platformy obrotu: dwie prowadzone przez Giełdę Papierów Wartościowych – w formule rynku regulowanego (RR) i alternatywnego systemu obrotu (ASO), na tych platformach jednostką transakcyjną jest jedna obligacja, oraz analogiczne dwa rynki BondSpotu, gdzie jednostka transakcyjna ma wartość co najmniej 100 tys. zł². Obecnie najczęściej wybieranym przez samorzady segmentem rynku jest GPW ASO. W tabeli 1 przedstawiono strukturę rynku Catalyst z uwzględnieniem liczby emitentów.

Tabela 1. Struktura rynku Catalyst z uwzględnieniem liczby emitentów (stan na 02.2012 r.)

Segment rynku Catalyst	Liczba emitentów	Liczba serii
GPW RR	2	6
GPW ASO	8	14
BS RR	2	8
BS ASO	0	0

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji publikowanych na stronie www.gpwcatalyst.pl.

Emisje obligacji komunalnych na platformie Catalyst stanowią obecnie niewielki odsetek emisji tych instrumentów na polskim rynku finansowym. Liczba emitentów obligacji municypalnych w 2011 r. wyniosła 458, z czego tylko 11 byli to emitenci, którzy wprowadzili przedmiotowe instrumenty do obrotu na rynku Catalyst, natomiast 5 JST wyłącznie autoryzowało obligacje w ramach platformy. Z informacji zawartych w raporcie NBP [*Rozwój systemu...* 2011, s. 296] wynika, że tylko 16% wszystkich obligacji komunalnych stanowiło przedmiot obrotu na rynku Catalyst. Należy ponadto zwrócić uwagę, że również emisje obligacji komunalnych wobec wszystkich emisji realizowanych na tej platformie stanowią niewielki odsetek. W la-

² http://gpwcatalyst.pl/catalyst_rynek_obligacji_gpw.

tach 2009-2010 udział ten kształtował się na poziomie około 8%, natomiast w roku 2011 wyniósł zaledwie 0,4%. Dane liczbowe dotyczące wartości rynku Catalyst w latach 2009-2011 przedstawiono w tabeli 2.

Tabela 2. Wartość emisji obligacji na rynku Catalyst

Wyszczególnienie	2009 rok	2010 rok	2011 rok
Wartość emisji ogółem (mln PLN)	10 691	21 553	531 651,77
Wartość emisji obligacji komunalnych (mln PLN)	930	1 753	2 222
Liczba emitentów	5	11	11
Udział emisji obligacji komunalnych w wartości emisji ogółem (%)	8,7	8,1	0,4

Źródło: Biuletyn statystyczny Catalyst z lat: 2009, 2010 i 2011, www.gpwcatalyst.pl/pub/statystyki_roczne/2009_CAT.pdf, www.gpwcatalyst.pl/pub/statystyki_roczne/2010_CAT.pdf, www.gpwcatalyst.pl/pub/statystyki_roczne/2011_CAT.pdf.

Przedstawione dane świadczą o słabym stopniu rozwoju rynku Catalyst w obszarze obligacji komunalnych. Mimo niewątpliwych zalet tej platformy, wiążących się m.in. z bezpośrednim dostępem emitenta do kapitału finansowego i łatwiejszym jego pozyskaniem w przyszłości, a także oczywistym efektem marketingowym, samorządy nadal zdecydowanie chętniej wybierają emisje poza rynkiem zorganizowanym. Do skorzystania z możliwości, jakie stwarza platforma Catalyst, nie zachęca niestety niska płynność rynku. Wartość transakcji zrealizowanych na Catalyst w 2011 r. wyniosła 43,45 mln zł, natomiast liczba zawartych transakcji – 434 (wobec 193,81 mln zł i 630 transakcji w roku 2009).

Należy również pamiętać o kosztach związanych z wprowadzeniem obligacji na rynek Catalyst. Są one dość znaczne, a ich wysokość uzależniona jest od wielu czynników. Przede wszystkim istotny jest fakt, czy emisja podlega wprowadzeniu do obrotu, czy jest tylko autoryzowana. W przypadku wprowadzenia emisji do obrotu wielkość kosztów ponoszonych przez emitenta zależy od liczby serii, w jakich emitowane są instrumenty, wielkości poszczególnych serii, wysokości oprocentowania oraz częstotliwości wypłacania odsetek. W kalkulacji kosztów znaczenie ma również to, czy obligacje wprowadzane są do obrotu na rynku regulowanym czy w alternatywnym systemie obrotu. Wysokość podstawowych opłat związanych z wprowadzeniem obligacji komunalnych na rynek Catalyst przedstawiono w tabeli 3.

Tabela 3. Wysokość opłat związanych z wprowadzeniem obligacji na rynek Catalyst

Rodzaj opłaty	Wysokość opłaty
Instrumenty autoryzowane	
za nadanie kodu dla danej serii	500 zł
za utrzymanie kodu (roczna)	300 zł
stała jednorazowa opłata na rzecz GPW za emisję	3000 zł
gdy instrumenty emitenta są już notowane na GPW	2000 zł
Instrumenty wprowadzane do obrotu	
za uczestnictwo na rzecz KDPW (roczna)	2000 zł
z tytułu rejestracji obligacji w KDPW (od każdej serii)	0,075% wartości rynkowej obligacji (nie mniej niż 2000 zł i nie więcej niż 50 000 zł)
z tytułu obsługi wypłaty odsetek i wykupu na rzecz KDPW	0,04% wartości przekazywanych kwot (nie mniej niż 500 zł i nie więcej niż 4000 zł)
za wprowadzenie do obrotu na rzecz GPW lub BondSpot	0,01% wartości nominalnej danej serii do kwoty 100 000 000 zł, a od części przekraczającej kwotę 100 000 000 zł wartości nominalnej danej serii 0,0075% wartości nominalnej danej serii oraz 300 zł za każdy planowany rok do terminu realizacji praw z dłużnych instrumentów finansowych danej serii, jednak nie mniej niż 3000 zł i nie więcej niż 30 000 zł (łącznie)*

* Opłata dla emitenta, który zamierza wprowadzić obligacje do obrotu na GPW ASO.

Źródło: [Huczek 2010; www.gpwcatalyst.pl].

Przedstawiony katalog opłat koniecznych do wniesienia w związku z wprowadzeniem obligacji na Catalyst nie jest zamknięty, nie obejmuje przykładowo opłat pobieranych dodatkowo przez agenta emisji czy inne podmioty wspierające emitenta. Jednak pomimo że koszty tego procesu są dość znaczne, wydaje się, że korzyści osiągnane w związku z funkcjonowaniem jednostki na rynku Catalyst dominują nad kosztami. Potwierdzeniem tej tezy jest fakt, iż znaczna część nowych emisji dokonywana jest przez emitentów obecnych już na Catalyst, którzy odczuli pozytywne efekty emisji obligacji na zorganizowanym rynku.

6. Zakończenie

Budowanie trwałych przewag konkurencyjnych na poziomie jednostki terytorialnej następuje wskutek zachodzących procesów rozwojowych. Niewystarczający poziom środków własnych w budżetach samorządów wymusza na JST korzystanie z zewnętrznych zasileń zwrotnych w finansowaniu tych procesów. Obligacje umożli-

wiają samorządom rozszerzenie zakresu realizowanych inwestycji, stanowią doskonałe źródło kapitału dla kosztownych inwestycji, których wartość przekracza możliwości kredytowania przez pojedynczy bank. Ponadto możliwość dopasowania wielkości i terminów emisji oraz harmonogramów spłat do faktycznych potrzeb i sytuacji finansowej emitenta pozwala na znaczne zwiększenie elastyczności zarządzania finansami JST. Mając na uwadze liczne zalety obligacji jako instrumentu finansowania rozwoju lokalnego i regionalnego, należy jednak pamiętać, że ich emisja przyczynia się do wzrostu zadłużenia samorządu terytorialnego oraz generuje na przyszłość dodatkowe obciążenia budżetowe.

Literatura

- Adamiak J., *Wykorzystywanie długu komunalnego jako instrumentu polityki rozwojowej w samorządach po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej*, [w:] *Samorząd terytorialny w zintegrowanej Europie*, t. I, Zeszyty Naukowe nr 426, Wyd. Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2006.
- Antkiewicz S., *Polski rynek obligacji i innych dłużnych papierów wartościowych*, Wyd. Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2009.
- Biuletyn statystyczny Catalyst* z lat: 2009, 2010 i 2011, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa.
- Filipiak B., *Finanse samorządowe. Nowe wyzwania bieżące i perspektywiczne*, Difin, Warszawa 2011.
- Filipiak B., Kogut M., Szewczuk A., Ziolo M., *Rozwój lokalny i regionalny. Uwarunkowania, finanse procedury*, Fundacja na rzecz Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2005.
- Huczek S., *Przewodnik dla potencjalnych emitentów. Obligacje komunalne na Catalyst*, GPW, Warszawa 2010.
- Jastrzębska M., *Ograniczenia zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w świetle spełnienia przez Polskę kryteriów fiskalnych konwergencji*, „Finanse Komunalne” 2009, nr 4.
- Kańduła S., Urbaniak J., *Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego w perspektywie zmian ustawowych (przypadek Łodzi)*, [w:] E. Urbańczyk (red.), *Zarządzanie finansami w jednostkach samorządu terytorialnego*, Polskie Stowarzyszenie Zarządzania Wiedzą, Bydgoszcz 2010.
- Kosiedorowski W., *Teoretyczne problemy rozwoju regionalnego*, [w:] W. Kosiedorowski, *Zarządzanie rozwojem regionalnym i lokalnym. Problemy teorii i praktyki*, Dom Organizatora, Toruń 2001.
- Kozak M., Pyszkowski A., Szewczyk R., *Słownik rozwoju regionalnego*, PARR, Warszawa 2001.
- Misterek W., *Zewnętrzne źródła finansowania działalności inwestycyjnej jednostek samorządu terytorialnego*, Difin, Warszawa 2009.
- Noworól A., *Planowanie rozwoju terytorialnego w skali regionalnej i lokalnej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2007.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2010 r.*, NBP, Warszawa 2011.
- Skuza S., *Bariery w zaciąganiu kredytów i pożyczek przez jednostki samorządu terytorialnego cz. I i II*, „Bank i Kredyt” 2/2003 i 3/2003, NBP, Warszawa 2003.
- Sprawozdanie z działalności Regionalnych Izb Obrachunkowych i wykonania budżetu przez jednostki samorządu terytorialnego 2011 r.*, Krajowa Rada RIO, Warszawa 2012.
- Szewczuk A., Kogut-Jaworska M., Ziolo M., *Rozwój lokalny i regionalny. Teoria i praktyka*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2011.
- Ustawa z 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, DzU 1995, nr 83, poz. 420, z późn. zm.
- Ustawa z 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, DzU 2009, nr 157, poz. 1240, z późn. zm.

Wiśniewski M., *Ocena zdolności kredytowej gminy*, Difin, Warszawa 2011.

Woś B., *Rozwój regionów i polityka regionalna w Unii Europejskiej oraz w Polsce*, Politechnika Wroclawska, Wrocław 2005.

MUNICIPAL BONDS AS A FINANCING INSTRUMENT FOR LOCAL AND REGIONAL DEVELOPMENT

Summary: Active support of pro-development activities in local and regional aspect requires the disposal of the relevant financial capital by local authorities. In the face of rising of public expectations in the area of delivery of public services by local governments, budget sources often appear to be insufficient. Exploring the possibilities of obtaining external financing sources becomes a necessity in the process of the realization of pro-development initiatives and increasing of investment opportunities of local governments. The article presents the essence of the municipal bonds as a source of financing of local and regional development. It also indicates possibilities of the municipal bond issue from the standpoint of legal restrictions on indebtedness of local governments. In addition, it presents the Catalyst market as a trading platform of aforementioned instruments.

Keywords: local and regional development, municipal bonds, external financing sources.