

*Adam Kaźmirski**

OBLIGACJE PRZYCHODOWE ŹRÓDŁEM FINANSOWANIA POTRZEB INWESTYCYJNYCH JEDNOSTEK SAMORZĄDU TERYTORIALNEGO

1. WPROWADZENIE

Do obowiązków jednostek samorządu terytorialnego należy zaspokajanie zbiorowych potrzeb swoich mieszkańców, stąd też świadczą one na ich rzecz szereg określonych usług. Zadania jednostek związane są przede wszystkim z infrastrukturą techniczną, infrastrukturą społeczną, ładem przestrzennym i ekologicznym oraz zarządzaniem majątkiem. Do realizacji swoich obowiązków muszą posiadać określone środki, określoną infrastrukturę, która umożliwi mieszkańcom korzystanie z usług. Jednocześnie wynika z tego konieczność systematycznego utrzymania, odtwarzania oraz rozbudowy przez jednostki samorządu terytorialnego zasobów służących wypełnianiu tych obowiązków. Prowadzenie w tym zakresie działalności inwestycyjnej przez te jednostki umożliwia zapewnienie utrzymania jakości świadczonych usług na możliwie najwyższym poziomie. „Poza tym inwestycje komunalne, a zwłaszcza rozbudowa infrastruktury technicznej, należą do najważniejszych czynników wpływających na atrakcyjność inwestycyjną gminy, a tym samym na jej przyszłe bogactwo”¹.

Potrzeby inwestycyjne jednostek samorządu terytorialnego i przedsiębiorstw komunalnych w Polsce w zakresie powiększenia zasobu środków materialnych, służących do świadczenia usług dla społeczności lokalnych, są bardzo duże. Zaniedbania i zaległości inwestycyjne powodują, że dystans w rozwoju infrastruktury między Polską a krajami wysoko rozwiniętymi jest

* Mgr, doktorant w Katedrze Finansów i Bankowości UŁ.

¹ P. Swianiewicz, W. Dziemianowicz, *Atrakcyjność inwestycyjna miast 1998–1999*, IBnGR, Warszawa 1999, cyt. za: K. Markowski, *Zarządzanie finansami gminy w aspekcie inwestycji komunalnych w Polsce w latach 1996–1999*, [w:] Zarzecki D. (red.), *Zarządzanie finansami: cele – organizacja – narzędzia*, t. I, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2001, s. 336.

wciąż bardzo widoczny. W badaniu potrzeb inwestycyjnych samorządów wykorzystuje się szereg wskaźników, np.: liczbę szkół, szpitali, mieszkań komunalnych, długość dróg, długość sieci kanalizacyjnej, która przypada na 1000 mieszkańców, procentowy udział oczyszczanych ścieków itd.

Z badań przeprowadzonych przez Związek Miast Polskich wynika, że przyjmując poziom inwestycji z 1998 r. oraz 10% przyrost substancji mieszkaniowej, czas potrzebny do likwidacji luki infrastrukturalnej w różnych branżach wyniósłby: w wodociągach miejskich 12 lat, w kanalizacji miejskiej 13 lat, w ciepłownictwie 55 lat, w oczyszczaniu ścieków 8,5 roku, w gospodarce odpadami stałymi 37 lat, w drogach lokalnych i miejskich od 12 do 40 lat. W przypadku gmin, aby osiągnąć europejskie standardy komunalne, należałoby ponieść wydatki inwestycyjne w wysokości co najmniej 70 mld zł².

Wynika stąd wniosek, że zniwelowanie zaległości inwestycyjnych wymagać będzie od samorządów prowadzenia aktywnej polityki inwestycyjnej i rozłożonego w czasie ponoszenia dużych nakładów inwestycyjnych.

2. POTENCJAŁ INWESTYCYJNY SAMORZĄDÓW

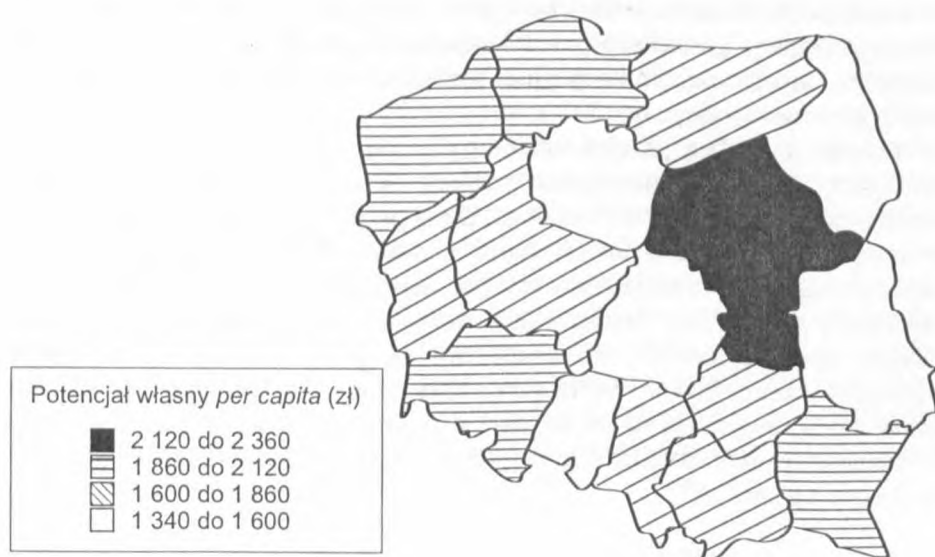
Z analizy przeprowadzonej w 2000 r. przez Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową wynika, że w latach 2001–2006 potencjał własny jest (w postaci dochodów własnych, dotacji, subwencji) wyrażony na 1 mieszkańca Polski wynosić będzie 1798 zł. Najwyższy potencjał własny na 1 mieszkańca będzie cechować samorzady z województwa mazowieckiego (2352 zł) i województwa dolnośląskiego (2080 zł)³.

Jednostki samorządu oraz przedsiębiorstwa komunalne⁴, poszukując środków na realizację inwestycji komunalnych, stoją przed podstawowym problemem, jakim jest wybór koncepcji finansowania: finansować inwestycje ze środków własnych czy poszukiwać źródeł zewnętrznych. Jednostki samorządu terytorialnego i przedsiębiorstwa komunalne, korzystając z różnych form zewnętrznego finansowania inwestycji, interesują się środkami finansowymi, które są bezzwrotne, tj. dotacjami, środkami funduszy pomocowych, środkami z UE, darami z różnych instytucji itd.

² A. Gałązka, J. Sierak, *Gospodarka budżetowa a potrzeby inwestycyjne gmin*, Municipium, Warszawa 1998.

³ T. Kaczor, M. Tomalak, *Potencjał inwestycyjny samorządów terytorialnych*, „Rzeczpospolita” 2000, nr 162, http://www.rzeczpospolita.pl/Pl-iso/gazeta/wydanie_000713/publicystyka/publicystyka_a_1.html (14 kwietnia 2003 r.).

⁴ Przez „przedsiębiorstwa” komunalne rozumiem spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, spółki akcyjne, w których dana jednostka samorządu terytorialnego dysponuje odpowiednio ponad 50% głosów na zgromadzeniu wspólników lub walnym zgromadzeniu, a także przedsiębiorstwa, dla których organem założycielskim jest jednostka samorządu terytorialnego.



Rys. 1. Potencjał własny samorządów przypadający na 1 mieszkańca (w zł). Źródło: T. Kaczor, M. Tomalak, *Potencjał inwestycyjny samorządów terytorialnych*, „Rzeczpospolita” 2000, nr 162, http://www.rzeczpospolita.pl/Pl-iso/gazeta/wydanie_000713/publicystyka/publicystyka_a_1.html (14 kwietnia 2003 r.)

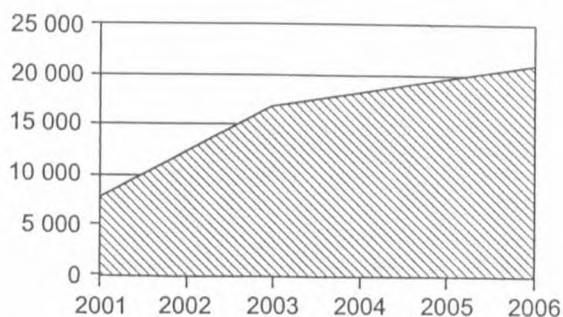
Wziąwszy pod uwagę fakt, że potrzeby inwestycyjne w sektorze komunalnym są dużo większe niż wielkość funduszy bezwrotnych, samorzady muszą również wykorzystywać takie zewnętrzne źródła finansowania, z których pozyskane fundusze należy zwrócić. Tu z kolei podmioty związane z gospodarką komunalną najchętniej sięgają po tzw. miękkie finansowanie, środki pozyskiwane na zasadach preferencyjnych. Zważywszy jednak, że i te środki nie zaspokajają w całości komunalnych potrzeb inwestycyjnych, a niektóre inwestycje są jednak niezbędne, jednostki samorządu terytorialnego i przedsiębiorstwa komunalne zmuszone są również do pozyskiwania funduszy na rynku kapitałowym.

W art. 9. Europejskiej Karty Samorządu Terytorialnego stwierdza się, że dla potrzeb finansowania nakładów inwestycyjnych społeczności lokalne powinny mieć dostęp do krajowego rynku kapitałowego, w granicach określonych prawem. Zgodnie z tym postanowieniem, jednostki samorządu terytorialnego mogą wykorzystywać zwrotne środki finansowe, a więc zaciągać kredyty, pożyczki i emitować obligacje. Ich działania w tej dziedzinie tworzą komunalny rynek kapitałowy.

Analizując możliwości inwestycyjne, nie można więc pominąć kolejnego, obok dochodów, dotacji i subwencji, źródła finansowania inwestycji – ze-

wewnętrznych środków w postaci kredytów, pożyczek i obligacji komunalnych. Potencjał własny powiększony o dopuszczalną zmianę zadłużenia wyznacza całkowite możliwości inwestycyjne samorządów terytorialnych, czyli ich potencjał inwestycyjny.

Zgodnie z analizą przeprowadzoną przez specjalistów IBnGR „w latach 2001–2006 dochody samorządów wyniosą 585 mld zł, natomiast wydatki bieżące pochłoną blisko 485 mld zł. Z pozostałych 100 mld zł ok. 10 mld kosztować będą zakupy inwestycyjne, a dalsze 20,5 mld zł zostanie przeznaczone na kontynuację rozpoczętych inwestycji. Potencjał własny, wyznaczający możliwości finansowania nowych zadań inwestycyjnych z dochodów samorządowych, oszacowaliśmy na prawie 70 mld zł w całym badanym okresie. Środki, które samorzady będą mogły uzyskać na rynkach finansowych, pozwalają na dodatkowe sfinansowanie inwestycji kwotą 26 mld zł. Szacujemy więc potencjał inwestycyjny samorządów w latach 2001–2006 na kwotę 96 mld zł⁵.



Rys. 2. Potencjał inwestycyjny samorządów w latach 2001–2006 (w mln zł). Źródło: jak do rys. 1

3. PRAWNE OGRANICZENIA STOSOWANIA ZEWNĘTRZNYCH ŹRÓDEŁ FINANSOWANIA SAMORZĄDÓW W POLSCE

Korzystanie z zewnętrznych źródeł finansowania inwestycji ma swoje ograniczenia prawne, które uregulowane są w ustawie o finansach publicznych. Zgodnie z art. 113 i 114 ustawy o finansach publicznych z 26.11.1998 r. (Dz U, nr 155, poz. 1014), łączna kwota przypadających do spłaty w danym roku budżetowym zobowiązań długoterminowych nie może przekroczyć 15%

⁵ *Ibidem*. Kwota 96 mld zł to szacowany skumulowany potencjał inwestycyjny samorządów w latach 2001–2006.

planowanych na dany rok budżetowy dochodów jednostki samorządowej. Natomiast suma zaciągniętych kredytów i pożyczek oraz zobowiązań z wyemitowanych papierów wartościowych nie może przekroczyć 60% jej dochodów w danym roku budżetowym. Ustawodawca zakazuje zaciągania zobowiązań finansowych, których koszty obsługi ponoszone byłyby rzadziej niż raz w roku.

Dążąc do realizacji swoich zadań, jednostki samorządu terytorialnego mogą jednak korzystać ze specyficznego zewnętrznego źródła finansowania, które nie obciąża wspomnianego 60% limitu zadłużenia. Zgodnie z ustawą o obligacjach z 29 czerwca 1995 r. jednostki samorządu terytorialnego mają możliwość emitowania obligacji przychodowych. Jest to szczególny rodzaj obligacji ze względu na to, że zobowiązań z nich wynikających nie uwzględnia się przy ustalaniu ograniczeń zadłużenia jednostek samorządu (art. 23b. 7 ustawy o obligacjach z 29 czerwca 1995 r., DzU, nr 83, poz. 420). Ten instrument finansowy może być szczególnie interesujący dla tych jednostek, które nie dysponują dużym majątkiem⁶.

4. WYKORZYSTANIE OBLIGACJI KOMUNALNYCH NA PRZYKŁADZIE USA

W USA obligacjami komunalnymi nazywane są wszelkie instrumenty dłużne, emitowane przez stany, miasta, hrabstwa i inne jednostki samorządowe, jak również przez niektóre przedsiębiorstwa komunalne (np. spółki zarządzające płatnymi mostami, uczelnianymi akademikami czy oczyszczalniami ścieków). Przy tak dużej liczbie emitentów istnieje oczywiście cała gama zróżnicowanych papierów.

Od lipca 1983 r., w wyniku zmian federalnego prawa podatkowego, obligacje komunalne mogą być emitowane wyłącznie w formie rejestrowanej, ich właściciel jest ewidencjonowany przez agenta emisji. Większość obligacji komunalnych jest emitowanych z nominałem 5000 USD. Płatności odsetek następują w okresach półrocznych. Obligacje komunalne można nabywać i zbywać w ponad 2000 banków i firm brokerskich, które mają pozwolenie na obrót komunalnymi papierami wartościowymi. Obligacje komunalne są sprzedawane w USA na rynku pozagiełdowym (OTC)⁷.

Obligacje komunalne dzieli się na dwie podstawowe kategorie⁸: obligacje o zobowiązaniu ogólnym (*general obligation*) oraz obligacje o ograniczonym zobowiązaniu.

⁶ B. Guziejewska, *Procesy kształtowania się samodzielności finansowej a problem zadłużania się jednostek samorządu terytorialnego*, „Acta Universitatis Lodzensis” 2002, Folia Oeconomica 161, s. 103.

⁷ <http://www.2buybonds.com> (10 października 2003 r.).

⁸ J. C. Francis, *Inwestycje. Analiza i zarządzanie*, WIG-Press, Warszawa 2000, s. 41.

W przypadku obligacji o zobowiązaniu ogólnym spłata zadłużenia zabezpieczona jest przez wiarygodność emitenta, którym są władze komunalne, mające nieograniczone możliwości nakładania podatków majątkowych w celu pokrycia swoich zobowiązań.

Obligacje o ograniczonym zobowiązaniu mają zastosowanie, gdy ich emitent ma w jakiś sposób ograniczone możliwości gromadzenia przychodów w celu spłaty swojego zadłużenia. Najbardziej rozpowszechnioną formą tego typu obligacji są obligacje oparte na przychodach (*revenue bonds*). Spłata obligacji następuje z przychodów pochodzących z określonego źródła.

W literaturze amerykańskiej wyróżnia się wiele rodzajów obligacji przychodowych, w zależności od źródła, z którego będzie następowała ich spłata. Obligacje przychodowe można więc podzielić na obligacje zabezpieczone⁹:

- dochodami z eksploatacji lotnisk;
- dochodami ze szkół, uniwersytetów, szpitali;
- dochodami z elektrowni, z eksploatacji instalacji wodnych;
- dochodami z odzysku zasobów;
- dochodami z portów morskich;
- dochodami z kompleksów sportowych i sal konferencyjnych;
- dochodami z pożyczek studenckich;
- dochodami z opłat za przejazd i podatku drogowego.

Ponadto bardzo popularne są tzw. obligacje przemysłowe – emitowane przez samorządy w imieniu przedsiębiorstw lub na rzecz przedsięwzięć gospodarczych, których zabezpieczenie oparte jest na wiarygodności przedsiębiorstwa i ocenie danego przedsięwzięcia.

Obligacje komunalne są bardzo atrakcyjne dla amerykańskich inwestorów z uwagi na fakt, że odsetki od tych obligacji są zwolnione od federalnego podatku dochodowego. Szczególnie chętnie nabywane są przez osoby prywatne oraz spółki, które płacą podatki według wysokich stawek. „Najczęściej dochody z odsetek nie podlegają opodatkowaniu na poziomie stanowym i lokalnym, jeżeli inwestor ma stałą siedzibę w stanie czy okręgu, w którym zostały wyemitowane obligacje komunalne. W takim przypadku wpływy odsetkowe będą potrójnie zwolnione od opodatkowania”¹⁰. Istnieją jednak również wyjątki od tej reguły.

„Na mocy wydanej w 1986 r. ustawy o reformie podatkowej Kongres uznał dochody z walorów komunalnych, których emisje nie służyły zdobyciu funduszy na ważne cele, za podlegające opodatkowaniu na poziomie federalnym. Niemniej jednak są one zwolnione od podatków stanowych i lokalnych. Za cele nieistotne, na realizację których fundusze są pozyskiwane drogą

⁹ F. J. Fabozzi, *Rynki obligacji. Analiza i strategie*, WIG-Press, Warszawa 2000, s. 210–211.

¹⁰ E. Faerber, *Wszystko o obligacjach*, WIG-Press, Warszawa 1996, s. 120.

emisji obligacji, uznaje się budowę stadionów sportowych, parkingów, miejsc przeznaczonych na rekreację, parków przemysłowych i urządzeń do ochrony środowiska”¹¹.

Zwolnienia podatkowe są ważnym czynnikiem zachęcającym inwestorów do ich nabywania, niemniej jednak te papiery wartościowe charakteryzują się wyższym ryzykiem niż papiery emitowane przez rząd.

„Zrozumiała niechęć do ryzyka sprawia, że władze komunalne, które nie uzyskały najwyższych ocen kredytowych, mają kłopoty z plasowaniem nowych emisji. Od 1970 r. ubezpieczeniem obligacji komunalnych zajmują się dwie firmy: Amerykańskie Towarzystwo Ubezpieczeń Obligacji Komunalnych (American Municipal Bond Insurance Association – AMBAC) oraz Towarzystwo Ubezpieczeń Obligacji Komunalnych (Municipal Bond Insurance Association – MBIA). [...] Standard & Poor’s i inne specjalistyczne agencje zajmujące się przyznawaniem ocen kredytowych ustaliły, że w odniesieniu do emisji obligacji objętych ubezpieczeniem renomowanych firm będą przyznawane najwyższe noty”¹².

Dzięki ubezpieczeniu inwestorzy otrzymują papiery wartościowe o charakterystyce ryzyka identycznej jak w przypadku skarbowych papierów wartościowych, przy zachowaniu atutów w postaci wyższej stopy zwrotu i zwolnień podatkowych. Z tego też powodu obligacje te cieszą się bardzo dużym powodzeniem na rynku amerykańskim, a przez to ich rola w rozwoju gospodarki amerykańskiej jest niebagatelna. Dane dotyczące wielkości emisji obligacji komunalnych w USA w latach 1980–2003 i struktury ich nabywców przedstawiono w tab. 1 i na rys. 3.

Tabela 1. Nabywcy obligacji komunalnych w USA w latach 1980–2003* (w mld USD).
Dane na 30 czerwca 2003 r.

Rok	Ogółem	Gospodarstwa domowe	Banki komercyjne	Towarzystwa ubezpieczeń majątkowych	Fundusze inwestycyjne	Banki powiernicze	Pozostałe*
1980	399,4	104,5	148,8	80,5	6,4	26,0	33,2
1981	443,7	131,3	154,0	83,9	9,5	29,6	35,4
1982	508,0	170	158,3	87,0	21,3	31,2	40,2
1983	575,1	211,2	162,1	86,7	30,3	35,7	49,1
1984	650,6	250,7	174,6	84,7	43,1	39,9	57,6
1985	859,5	346,4	231,7	88,2	72,3	48,2	72,7
1986	920,4	352,6	203,4	101,9	133,1	56,9	72,5
1987	1 010,4	452,5	174,3	124,8	139,9	63,1	55,8
1988	1 082,3	523,7	151,6	134,1	156,5	65,9	50,5

¹¹ *Ibidem*.

¹² J. C. Francis, *op. cit.*, s. 42.

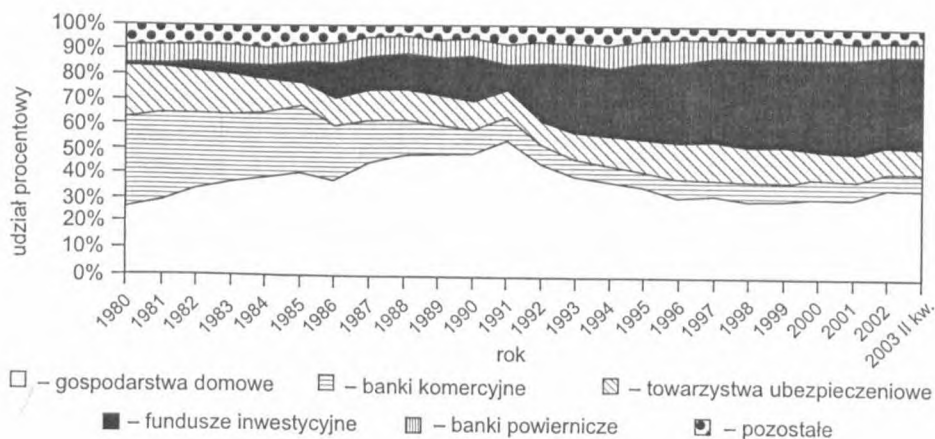
Tabela 1 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8
1989	1 135,2	547,1	133,8	134,8	180,8	73,0	65,7
1990	1 184,4	574,4	117,4	136,9	210,7	80,8	64,2
1991	1 272,2	614,0	103,2	126,8**	255,7	89,9	82,6
1992	1 302,8	585,5	97,5	134,3	304,1	96,0	85,4
1993	1 377,5	551,9	99,2	146,1	368,7	108,9	102,7
1994	1 341,7	501,5	97,6	153,8	373,8	114,2	100,8
1995	1 293,5	455,4	93,4	161,0	397,5	108,3	77,9
1996	1 261,8	401,4	94,2	175,4	416,1	104,0	70,7
1997	1 318,7	422,6	96,7	191,6	444,2	90,7	72,9
1998	1 402,9	428,2	104,8	208,1	494,8	89,5	77,5
1999	1 457,2	452,3	110,8	199,0	517,4	100,3	77,4
2000	1 480,9	463,7	114,1	184,1	539,9	99,1	80,0
2001	1 603,7	511,8	120,2	173,8	610,0	95,6	92,3
2002	1 764,5	620,4	121,7	183,0	646,1	100,9	92,4
2003 II kw.	1 844,9	649,6	126,9	192,1	679,2	98,4	98,7

* Uwzględnia podmioty niefinansowe, federalne i stanowe fundusze, kasy oszczędnościowe, towarzystwa ubezpieczeń na życie, fundusze emerytalne, firmy brokerskie oraz przedsiębiorstwa dotowane przez rząd (Government-Sponsored Enterprises).

** Dane szacunkowe towarzystw ubezpieczeń majątkowych przed zakończeniem roku 1991.

Źródło: Municipal Securities Ownership, The Bond Market Association, *Trends in the Holdings of Municipal Securities 1980–2003 Q2 (\$ Billions)*, <http://www.bondmarkets.com> (15 października 2003 r.), cyt. za: <http://www.federalreserve.gov/>



Rys. 3. Nabywcy obligacji komunalnych w USA w latach 1980–2003, II kwartał. Źródło: opracowanie własne na podstawie: Municipal Securities Ownership, The Bond Market Association, *Trends in the Holdings of Municipal Securities 1980–2003 Q2 (\$ Billions)*, <http://www.bondmarkets.com> (15 października 2003 r.), za: <http://www.federalreserve.gov/>

O skali wykorzystania obligacji komunalnych i niezwykle dużej dynamice rozwoju tego rynku w USA świadczą dane dotyczące łącznej wartości emitowanych obligacji. W 1980 r. wyemitowano obligacje o wartości 399,4 mld USD, a w 2002 r. o wartości 1764,5 mld USD. Dane za dwa kwartały 2003 r. mówią zaś już o emisjach o łącznej wartości 1844,9 mld USD. Rynek komunalnych papierów wartościowych jest więc bardzo prężnie działającym segmentem rynku kapitałowego w USA, przyczyniającym się do rozwoju gospodarczego tego kraju.

Z analizy danych zawartych w tab. 1 i na rys. 3 wynika, że w ciągu ostatnich 20 lat istotnie zmieniła się struktura nabywców obligacji w USA. O ile w 1980 r. w 37,2% były to banki komercyjne, a 26,2% inwestorzy indywidualni, o tyle w 2003 r. na pierwszym miejscu znajdują się fundusze inwestycyjne z udziałem 36,8% (1,6% w 1980 r.) oraz gospodarstwa domowe z udziałem 35,2%. Udział gospodarstw domowych ulegał wahaniom, osiągając na początku lat dziewięćdziesiątych poziom blisko 50%.

Wyraźny jest więc bardzo duży wzrost znaczenia funduszy inwestycyjnych na tym rynku. Fundusze obligacji komunalnych są poważnym instrumentem rozwoju rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych. „Większość inwestorów lokuje w fundusze obligacji ze względu na bezpieczeństwo, płynność i dochód z odsetek. Preferują oprocentowanie jako źródło dochodu”¹³.

5. PERSPEKTYWY ROZWOJU RYNKU OBLIGACJI PRZYCHODOWYCH W POLSCE

Po zapoznaniu się z sytuacją na rynku komunalnych papierów wartościowych w Stanach Zjednoczonych warto zastanowić się, jakie są możliwości rozwoju tego rynku w Polsce. Niezwykle ważnym czynnikiem warunkującym rozwój rynku obligacji przychodowych jest stan zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego. Jak już wcześniej wspomniano, zobowiązania z tytułu emisji obligacji przychodowych nie obciążają ustawowego limitu zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego. Stąd też poziom zadłużenia tych jednostek ma wpływ na atrakcyjność wykorzystania obligacji przychodowych.

Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego, analizowanych zbiorczo, w podziale na ich poszczególne szczeble, nie wskazuje na istnienie niebezpieczeństwa przekroczenia przez te jednostki wspomnianego 60% limitu zadłużenia nałożonego ustawą o finansach publicznych. Dane zbiorcze dla poszczególnych szczebli samorządu zawiera tab. 2.

¹³ A. Lavine, *Wszystko o funduszach powierniczych*, WIG-Press, Warszawa 1996, s. 87.

Tabela 2. Relacja zobowiązań ogółem do dochodów wykonanych ogółem w jednostkach samorządu terytorialnego w latach 1999–2002 (w %)

Wyszczególnienie	1999	2000	2001	2002
Jednostki samorządu terytorialnego ogółem	9,5	12,9	15,4	19,2
Gminy	11,5	14,8	16,8	15,7
Powiaty	0,6	3,0	3,8	5,7
Miasta na prawach powiatu	12,3	17,3	22,0	32,4
Województwa	0,7	2,8	6,0	10,3

Źródło: *Informacja o stanie zobowiązań według tytułów dłużnych za lata 1999–2002 oraz o stanie należności za lata 2001–2002 jednostek samorządu terytorialnego*, Ministerstwo Finansów, Warszawa, maj 2003 r., s. 28.

Spojrzenie na poziom zadłużenia w relacji do dochodów ogółem we wszystkich jednostkach samorządu terytorialnego pozwala jednak lepiej ocenić sytuację.

O ile dane zagregowane dla wszystkich jednostek samorządowych nie informują o przekraczaniu przez te jednostki ustawowego 60% limitu zadłużenia, o tyle przy szczegółowej analizie danych widać, że istnieją jednostki nieposiadające zadłużenia, jednostki nieznacznie zadłużone, jak również takie, które przekraczają powyższy limit. Jednostki samorządu terytorialnego są więc zróżnicowane pod względem relacji zadłużenia do swoich dochodów. Niepokojący jest fakt, że jednostek przekraczających powyższy limit z roku na rok przybywa. W 1999 r. było 15 takich gmin, w 2000 r. 20 gmin oraz jedno miasto na prawach powiatu, w 2001 r. 21 gmin, a w 2002 r. 19 gmin i jedno miasto na prawach powiatu. Jednocześnie w 2002 r. było 57 jednostek, w tym 52 gminy, ze wskaźnikiem zadłużenia „blisko granicy”, tj. pomiędzy 50% a 60%.

Problem wzrastającego zadłużenia dotyczy przede wszystkim gmin i miast na prawach powiatów, a to właśnie ich polityka inwestycyjna odgrywa decydujące znaczenie dla kształtowania tempa i kierunków rozwoju infrastruktury w polskich regionach. Dotychczasowe zadłużenie województw i powiatów jest niewielkie.

Warto również przeanalizować problematykę zadłużenia na poszczególnych szczeblach samorządów pod kątem struktury ich zobowiązań. Zaobserwować można tutaj ciekawe prawidłowości. Na rys. 4–7 przedstawiona jest struktura zobowiązań w samorządach na przestrzeni lat 1999–2002.

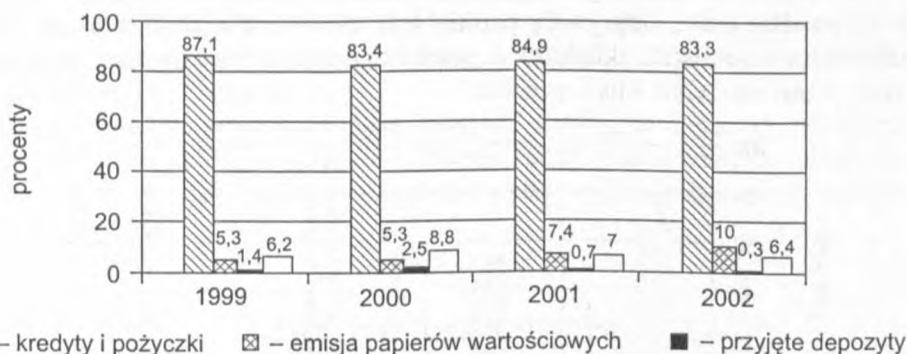
Tabela 3. Poziom zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w relacji do dochodów ogółem w latach 1999–2002

Wyszczególnienie	Liczba jednostek zadłużonych w relacji do dochodów ogółem w 1999 r.								
	ogółem	zadłużonych	poniżej 10%	10–20%	20–30%	30–40%	40–50%	50–60%	powyżej 60%
Gminy	2 425	2 110	1 203	524	197	103	47	21	15
Miasta na prawach powiatu	65	65	35	21	8	–	1	–	–
Powiaty	308	136	134	2	–	–	–	–	–
Województwa	16	6	6	–	–	–	–	–	–
Razem	2 814	2 317	1 378	547	205	103	48	21	15
Wyszczególnienie	Liczba jednostek zadłużonych w relacji do dochodów ogółem w 2000 r.								
	ogółem	zadłużonych	poniżej 10%	10–20%	20–30%	30–40%	40–50%	50–60%	powyżej 60%
Gminy	2 425	2 309	1 111	623	296	148	76	35	20
Miasta na prawach powiatu	65	65	19	31	11	2	1	–	1
Powiaty	308	298	283	14	1	–	–	–	–
Województwa	16	16	13	3	–	–	–	–	–
Razem	2 814	2 688	1 426	671	308	150	77	35	21

Tabela 3 (cd.)

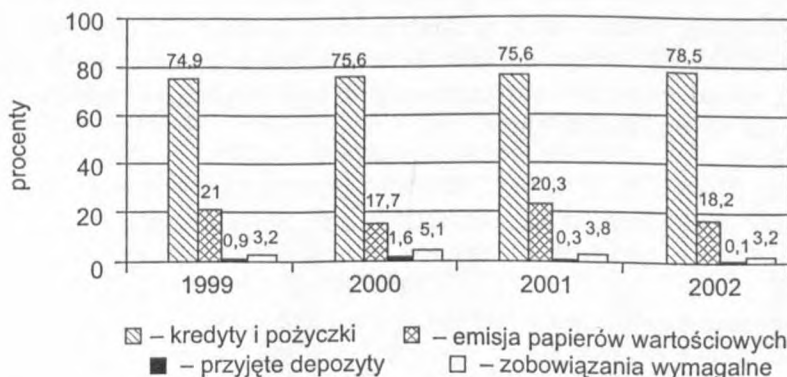
Wyszczególnienie	Liczba jednostek zadłużonych w relacji do dochodów ogółem w 2001 r.								
	ogółem	zadłużonych	poniżej 10%	10–20%	20–30%	30–40%	40–50%	50–60%	powyżej 60%
Gminy	2 425	2 265	964	610	344	189	89	48	21
Miasta na prawach powiatu	65	65	20	21	17	3	4	–	–
Powiaty	308	283	248	26	8	1	–	–	–
Województwa	16	16	11	5	–	–	–	–	–
Razem	2 814	2 629	1 243	662	369	193	93	48	21
Wyszczególnienie	Liczba jednostek zadłużonych w relacji do dochodów ogółem w 2002 r.								
	ogółem	zadłużonych	poniżej 10%	10–20%	20–30%	30–40%	40–50%	50–60%	powyżej 60%
Gminy	2 425	2 256	906	656	338	183	102	52	19
Miasta na prawach powiatu	66	66	15	19	12	13	3	3	1
Powiaty	315	296	213	55	21	3	2	2	–
Województwa	16	16	9	4	3	–	–	–	–
Razem	2 822	2 634	1 143	734	374	199	107	57	20

Źródło: Sprawozdanie z wykonania budżetów jednostek samorządu terytorialnego za lata 1999–2002, Ministerstwo Finansów, www.mf.gov.pl (15 października 2003 r.)



Rys. 4. Struktura zobowiązań ogółem gminy w latach 1999–2002. Źródło: sprawozdania roczne z wykonania budżetów gmin za lata 1999–2002, Ministerstwo Finansów

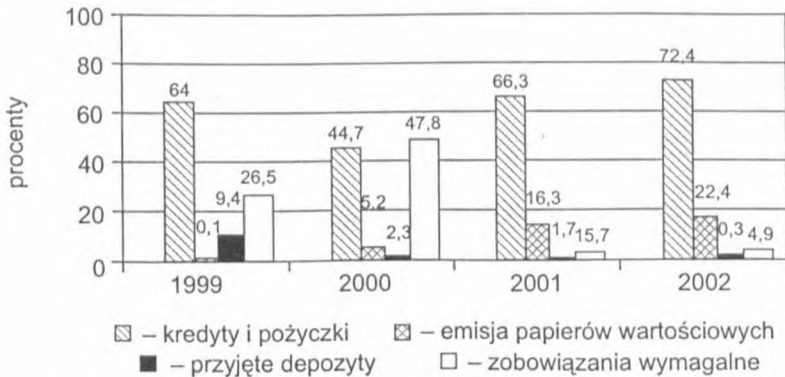
Struktura zobowiązań w gminach nie uległa znaczącej zmianie w ciągu ostatnich lat. Ponad 80% zobowiązań gmin stanowią kredyty i pożyczki, udział obligacji komunalnych wzrósł dwukrotnie z 5% do 10%. Widać stąd, że kredyty i pożyczki są dla gmin najbardziej dostępnymi instrumentami finansowymi. Emisja obligacji, z uwagi na wysokie koszty stałe, związane z jej przygotowaniem, staje się opłacalna poczynając od określonej wartości emisji¹⁴.



Rys. 5. Struktura zobowiązań ogółem miast na prawach powiatu w latach 1999–2002. Źródło: jak do rys. 4

¹⁴ Więcej w: E. Frejtag-Mika, G. Kozuń-Cieślak, *Instrumenty rynku kapitałowego w zarządzaniu finansami gminy*, [w:] Zarzecki D. (red.), *op. cit.*, s. 255.

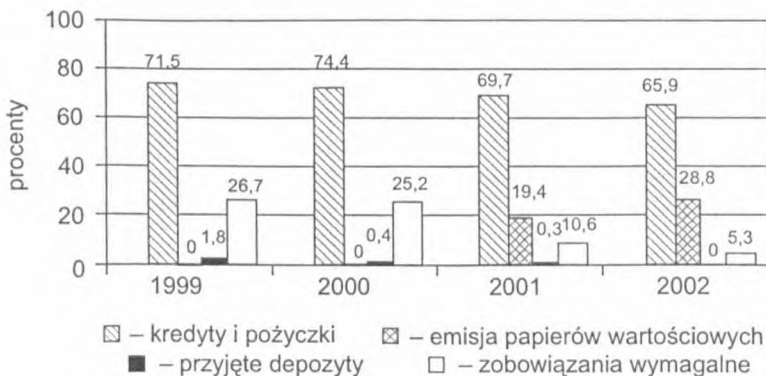
W strukturze zobowiązań miast na prawach powiatów większą rolę, niż w przypadku gmin, odgrywają papiery wartościowe. Stanowią one ok. 20% zobowiązań. Pozostałe składniki w postaci depozytów i zobowiązań wymagalnych stanowią tylko kilka procent.



Rys. 6. Struktura zobowiązań ogółem powiatów w latach 1999–2002. Źródło: jak do rys. 4

W przypadku powiatów sytuacja jest bardziej złożona. Występowały bardzo duże zobowiązania wymagalne, co było spowodowane m. in. przez niedostateczne transfery z budżetu centralnego na finansowanie powiatowych urzędów pracy. W 2002 r. struktura zobowiązań powiatów zbliżyła się do struktury zobowiązań miast na prawach powiatu, z tym, że papiery wartościowe stanowiły ponad 20%, a kredyty nieco ponad 70% zobowiązań.

Należy zwrócić uwagę na fakt, iż w powiatach i miastach na prawach powiatu udział papierów wartościowych w zobowiązaniach jest dwukrotnie wyższy niż w przypadku gmin.



Rys. 7. Struktura zobowiązań ogółem województw samorządowych w latach 1999–2002. Źródło: jak do rys. 4

Udział kredytów i pożyczek jest w przypadku województw najmniejszy spośród wszystkich szczebli samorządów i wynosi 66%. Natomiast udział papierów wartościowych jest największy i w 2002 r. wyniósł blisko 30% ogółu zobowiązań województw.

Na podstawie przedstawionych danych widać, że wraz ze wzrostem wielkości samorządów, a przez to również skali realizowanych zadań inwestycyjnych, udział papierów wartościowych w zobowiązaniach ogółem również wzrasta.

6. PODSUMOWANIE

Przedstawione informacje, dotyczące potrzeb inwestycyjnych samorządów, wskazują na duży potencjał rozwoju rynku obligacji przychodowych w Polsce. Polski rynek finansowy dojrzał już do wprowadzenia obligacji przychodowych. Możemy korzystać w tym względzie z doświadczeń krajów wysoko rozwiniętych.

Wzrastające zadłużenie może okazać się w dłuższym okresie barierą rozwoju jednostek samorządu. W związku z tym jednostki te powinny wykorzystywać obligacje przychodowe jako źródło długoterminowego finansowania dużych projektów inwestycyjnych, które nie obciążą ustawowego limitu zadłużenia. Instrument ten mógłby być zastosowany do współfinansowania przedsięwzięć inwestycyjnych razem ze środkami strukturalnymi UE, co ułatwiłoby jednocześnie większą absorpcję tych środków z budżetu UE. W ten sposób, tzn. łącząc środki z „miękkiego” i „twardego” finansowania można osiągnąć bardzo dobre efekty.

Natomiast źródłem zaspokojenia potrzeb finansowych jednostek samorządu w krótkim i średnim horyzoncie czasu mogłyby być nadal takie instrumenty finansowe, jak kredyty, pożyczki, klasyczne obligacje komunalne, tj. instrumenty uwzględniane przy wyliczaniu limitu zadłużenia. Środki te byłyby uzupełnieniem w stosunku do dotacji, subwencji oraz środków własnych jednostek samorządu terytorialnego.

Obligacjami przychodowymi zainteresowałyby się towarzystwa funduszy inwestycyjnych, które stworzyłyby dla swoich klientów odpowiednie fundusze inwestujące w tego typu średnio- i długoterminowe papiery wartościowe. Kolejnym argumentem dla emisji obligacji przychodowych jest to, że zwiększyłyby one wielkość rynku kapitałowego w Polsce, dając inwestorom możliwość dywersyfikacji swoich portfeli inwestycyjnych.

*Adam Kaźmirski***REVENUE BONDS AS A SOURCE OF FINANCING
THE INVESTMENT REQUIREMENTS OF LOCAL AUTHORITIES****(Summary)**

Local authorities are responsible for serving needs of their inhabitants. They have to maintain and invest in fixed assets to perform their duty and to assure the highest quality of their services including social care system, public transport, road maintenance, electricity and water supply, etc.

While choosing instruments which can be used to finance these services, local authorities should take into the consideration the level of the debt/income ratio. In Poland the debt/income ratio limit referring to local authorities' budgets amounts 60%. In case of high indebtedness they should search for instruments which are not included in this limit. Revenue bonds meet this requirement.

This paper analyzes the use of revenue bonds as a long-term source of financing municipal investments. I begin by briefly reporting the current investment situation of local authorities in Poland showing data of their potential demand for investments. Next I review the experience in use of revenue bonds in the very innovative US market. Then I pay special attention to the problem of indebtedness of municipalities in Poland. I conclude by emphasizing that issuing of revenue bonds would have important implications for investment strategies of institutional investors and development of Polish capital market.