

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 404

Finanse samorządu terytorialnego

Redaktorzy naukowi

Leszek Patrzalek

Hanna Kociemska



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2015

Redakcja wydawnicza: Joanna Świrska-Korłub
Redakcja techniczna: Barbara Łopusiewicz
Korekta: Hanna Jurek
Łamanie: Małgorzata Czupryńska
Projekt okładki: Beata Dębska

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania
znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa
www.pracnaukowe.ue.wroc.pl
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Publikacja udostępniona na licencji Creative Commons
Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 3.0 Polska
(CC BY-NC-ND 3.0 PL)



© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2015

ISSN 1899-3192
e-ISSN 2392-0041

ISBN 978-83-7695-537-7

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Zamówienia na opublikowane prace należy składać na adres:
Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław
tel./fax 71 36 80 602; e-mail: econbook@ue.wroc.pl
www.ksiegarnia.ue.wroc.pl

Druk i oprawa: TOTEM

Spis treści

| | |
|---|-----|
| Wstęp | 9 |
| Marcin Będzieszak: Opłaty w budżetach miast na prawach powiatów w Polsce – dodatkowe obciążenie społeczności lokalnej czy instrument równoważenia budżetów..... | 11 |
| Kamil Borowski: Budżet partycypacyjny jako instrument kształtowania polityki budżetowej i zarządzania finansami JST na przykładzie miasta Łódź..... | 24 |
| Bożena Ciupek, Piotr Kania: Determinanty reguł fiskalnych w zarządzaniu zadłużeniem jednostek samorządowych..... | 37 |
| Jan Czempas: Gminy górnicze – rozwój czy stagnacja? | 53 |
| Ryta Dziemianowicz, Renata Budlewska: <i>Czy tax expenditures</i> stosowane w podatkach państwowych mają wpływ na dochody JST? Przyczynek do dyskusji..... | 68 |
| Teresa Famulska, Beata Rogowska-Rajda: VAT a działalność jednostek samorządu terytorialnego – wybrane problemy..... | 86 |
| Beata Zofia Filipiak: Instrumenty rynku kapitałowego w finansowaniu jednostek samorządu terytorialnego..... | 103 |
| Sławomir Franek: Budżet zadaniowy w jednostkach samorządu terytorialnego – specyfika stosowanych rozwiązań..... | 115 |
| Dagmara Hajdys: Konsultacje społeczne jako jedna z determinant współpracy sektora publicznego z partnerem prywatnym w formule partnerstwa publiczno-prywatnego..... | 125 |
| Sławomira Kańduła: Wyrównywanie wydatków gmin – zasadność, przedmiot, zakres i źródła finansowania..... | 137 |
| Hanna Kociemska: Ryzyko w partnerstwie publiczno-prywatnym w teorii finansów publicznych i w praktyce..... | 158 |
| Katarzyna Maj-Waśniowska: Dylematy funkcjonowania społeczeństwa obywatelskiego w Polsce..... | 170 |
| Małgorzata Ofiarska: Udziały we wpływach z opłat produktowych jako źródło dochodów samorządu województwa..... | 190 |
| Zbigniew Ofiarski: Zasady i przesłanki stosowania z urzędu ulg w zapłacie należności o charakterze cywilnoprawnym przypadających jednostkom samorządu terytorialnego..... | 204 |
| Jarosław Olejniczak: Efektywność wydatków publicznych a mechanizm uzupełniania dochodów budżetów gmin w ramach subwencji ogólnej na przykładzie gmin miejsko-wiejskich województwa dolnośląskiego..... | 219 |

| | |
|--|-----|
| Leszek Patrzalek: Subwencja ogólna jako instrument korekcyjno-wyrównawczy w systemie finansów samorządu terytorialnego | 238 |
| Marzanna Poniatowicz: Determinanty autonomii dochodowej samorządu terytorialnego w Polsce..... | 245 |
| Alicja Sekuła, Bartosz Julkowski: Pomiar efektywności wydatków budżetowych dużych miast w Polsce | 265 |
| Jolanta Szolno-Koguc: Problem zadłużenia miast metropolitalnych w Polsce | 283 |
| Joanna Śmiechowicz: Partnerstwo publiczno-prywatne w sektorze dróg – ocena dotychczasowych doświadczeń i możliwości implementacji przez samorząd terytorialny | 296 |
| Katarzyna Wójtowicz: System planowania przestrzennego a stabilność fiskalna polskich gmin | 311 |
| Marek Zdebel: Udzielanie ulg w płatności podatków przez samorządowe organy podatkowe | 328 |

Summaries

| | |
|---|-----|
| Marcin Będzieszak: Fees in the budgets of cities with the powers of powiat in Poland – additional burden of local community or an instrument of budgets balancing | 11 |
| Kamil Borowski: Participatory budgeting as an instrument to create budgetary policy and management of local governments finances on the example of the city of Łódź..... | 24 |
| Bożena Ciupek, Piotr Kania: Fiscal rules factors in the management of local government debt | 37 |
| Jan Czempas: Mining municipalities – development or stagnation? | 53 |
| Ryta Dziemianowicz, Renata Budlewska: Do tax expenditures used in the state taxes affect incomes of the self-government units? a contribution to the discussion | 68 |
| Teresa Famulska, Beata Rogowska-Rajda: VAT in the context of the activity of local authorities – selected problems | 86 |
| Beata Zofia Filipiak: Capital market instruments in the financing of local government units | 103 |
| Sławomir Franek: Performance budgeting in polish local government – specific characteristics..... | 115 |
| Dagmara Hajdys: Public consultations as one of determinants of co-operation between public-private sector and a private partner in the PPP formula..... | 125 |
| Sławomira Kańduła: Reducing of municipalities expenditures – the justification, subject, scope and sources of financing | 137 |
| Hanna Kociemska: Risk in public-private partnership in the theory of public finance and in practice | 158 |
| Katarzyna Maj-Waśniowska: Dilemmas of civil society in Poland..... | 170 |

| | |
|--|-----|
| Malgorzata Ofiarska: Shares in revenues from product charges as a source of voivodeship self-government incomes..... | 190 |
| Zbigniew Ofiarski: Terms and conditions for the application of <i>ex officio</i> reliefs in payment of dues of a civil law nature attributable to local government units..... | 204 |
| Jarosław Olejniczak: Efficiency of public spending vs. a mechanism of supplementing revenues of communes' budgets as part of general subsidy on the example of the urban-rural communes of the Lower Silesia Voivodeship..... | 219 |
| Leszek Patrzalek: General subvention as a correctional-compensation instrument in the local government finance system..... | 238 |
| Marzanna Poniatowicz: Determinants of the revenue autonomy of the local government in Poland..... | 245 |
| Alicja Sekuła, Bartosz Julkowski: Measuring Polish cities expenditure efficiency..... | 265 |
| Jolanta Szolno-Koguc: Debt problem of metropolitan cities in Poland..... | 283 |
| Joanna Śmiechowicz: Public-private partnership in the road sector – evaluation of past experience and possibilities of implementation by local governments in Poland..... | 296 |
| Katarzyna Wójtowicz: Spatial planning system vs. fiscal sustainability of Polish local governments..... | 311 |
| Marek Zdebel: Granting tax payment abatements by self-government tax organs..... | 328 |

Beata Zofia Filipiak

Uniwersytet Szczeciński
e-mail: bfilipiak@wneiz.pl

INSTRUMENTY RYNKU KAPITAŁOWEGO W FINANSOWANIU JEDNOSTEK SAMORZĄDU TERYTORIALNEGO

CAPITAL MARKET INSTRUMENTS IN THE FINANCING OF LOCAL GOVERNMENT UNITS

DOI: 10.15611/pn.2015.404.07

Streszczenie: Celem artykułu jest wskazanie na ograniczenia dotyczące uczestniczenia JST w rynku kapitałowym, ocena uczestnictwa na rynku Catalyst JST jako emitentów obligacji komunalnych oraz wskazanie na szanse i wyzwania stojące przez JST jako potencjalnymi emitentami obligacji na rynku Catalyst. W artykule zaprezentowano możliwości uczestnictwa JST na rynku kapitałowym. Przedstawiono ograniczenia w wykorzystaniu instrumentów dłużnych, które oferowane są przez rynek finansowy, w tym kapitałowy. Omówiony został dostęp do rynku kapitałowego, jako alternatywne rozwiązanie pozwalające na sfinansowanie luki finansowej. Analizie poddano udział JST w rynku kapitałowym (rynku Catalyst). Zaprezentowano też korzyści i wyzwania decyzyjne dla organów JST, wynikające z uczestnictwa w rynku kapitałowym.

Słowa kluczowe: jednostki samorządu terytorialnego, finansowanie, obligacje komunalne.

Summary: The aim of the article is to point out the limitations on local government participation in the capital market, the assessment of participation of JST on the Catalyst market as the issuers of municipal bonds and an indication of the opportunities and challenges faced by local governments as the potential issuers of bonds on the Catalyst market. The paper presents the possibility of participation of local government units in the capital market. It shows restrictions on the use of debt instruments, which are offered by the financial market, including the capital. It also discusses the access to the capital market as an alternative solution to finance the financial gap. The analysis has been part of local government units in the capital market (Catalyst). The article presents the benefits and challenges of local government decision-making for the authorities resulting from the participation in the capital market. This article aims to answer the question about the possibility of using tax strategies as an instrument of local intervention.

Keywords: local governments, financing, municipal bonds.

1. Wstęp

Zarządzanie finansami w jednostkach samorządu terytorialnego (JST) wymaga podejmowania wielu optymalnych decyzji, dostosowanych do danej sytuacji, ale również oszacowanych z punktu widzenia skutków finansowych, jakie przyniosą w przyszłości. JST w zdecydowanej większości na przestrzeni ostatnich kilku lat wykazały, że potrafią radzić sobie w zróżnicowanych, często zmiennych uwarunkowaniach społeczno-gospodarczych. Zarówno osiągnięte efekty, mierzone wzrostem jakości życia społeczności lokalnych czy regionalnych i wydatkami ponoszonymi z budżetu, jak również planowane przedsięwzięcia (na których efekty przyjdzie poczekać) mają wspólny mianownik – konkretne decyzje finansowe odnoszące się do rozwiązań dotyczących montażu finansowego.

Są to konkretne decyzje uwzględniające potencjalne ryzyko finansowe, jakim obarczone są wykorzystywane instrumenty. Podejmowane przez JST decyzje znajdują odzwierciedlenie zarówno w budżecie, jak i wieloletniej prognozie finansowej. Decyzje te wymagają stosowania odpowiedniego systemu postępowania, wskazującego, jak proceduralnie i optymalnie finansować poszczególne zadania ujęte w przedsięwzięcia. Procedury winny umożliwić z jednej strony rozpoznanie luki finansowej w czasie, z drugiej – podjęcie optymalnej decyzji, pozwalającej wskazać źródło bądź sposób finansowania. Biorąc pod uwagę konieczność minimalizacji ryzyka oraz zachowania bezpieczeństwa finansowego, można stwierdzić, że JST mają ograniczone możliwości wyboru instrumentów finansowych, które umożliwią zamknięcie luki finansowej.

Wśród instrumentów mogących sprostać wyzwaniu finansowania luki finansowej występującej w zadaniach o charakterze inwestycyjnym jest rynek kapitałowy, a w szczególności Catalyst, umożliwiający wprowadzenie emisji obligacji do obiegu.

Celem artykułu jest wskazanie na ograniczenia dotyczące uczestniczenia JST w rynku kapitałowym, ocena uczestnictwa na rynku Catalyst JST jako emitentów obligacji komunalnych oraz wskazanie na szanse i wyzwania stojące przez JST jako potencjalnymi emitentami obligacji na rynku Catalyst.

2. Możliwości uczestniczenia JST w rynku kapitałowym

Stymulowanie rozwoju regionalnego czy też lokalnego musi być rozpatrywane przez pryzmat lokalnych uwarunkowań, ale przede wszystkim możliwości finansowych (czyli dochodów) oraz potencjalnych możliwości sfinansowania zadań za pomocą instrumentów dłużnych w sytuacji wystąpienia luki finansowej. Szczupłość dochodów w odniesieniu do rozmiaru zadań, zwłaszcza inwestycyjnych, często współfinansowanych ze środków UE, wskazuje, że JST poszukują realnych możliwości pozyskania finansowania zwrotnego. Ustawodawca wprowadza trzy podstawowe grupy regulacji dotyczących zaciągania długu. Pierwsza i fundamentalna grupa regulacji związana jest z określeniem tytułów, na jakie ustawodawca dopusz-

cza zaciąganie długu. Zgodnie z art. 89 ustawy o finansach publicznych JST mogą zaciągać zobowiązania dłużne na pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetowego, finansowanie planowanego deficytu budżetowego (zazwyczaj związanego z zadaniami inwestycyjnymi), 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 państwa.

Druga grupa dotyczy reguł dopuszczalnego limitu samorządowego długu publicznego. Są one szczegółowo uregulowane za pomocą art. 243 ustawy o finansach publicznych i opisują składowe tzw. indywidualnego wskaźnika zadłużenia. Stanowi on górną granicę dopuszczalnego prawem samorządowego długu publicznego.

Trzecia grupa regulacji dotyczy instrumentów dłużnych, które JST może wykorzystywać w finansowaniu luki kapitałowej. Grupa ta obejmuje regulacje dotyczące:

- zaliczania poszczególnych grup instrumentów do tytułów dłużnych [Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 28 grudnia 2011 r. ...],
- wykorzystania określonych instrumentów dłużnych [Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 17 grudnia 2010 r. ...],
- zabezpieczenia się przed ryzykiem [Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach..., art. 93, art. 68].

Aktualnie obowiązujące przepisy prawa wymuszają podejście zarówno do zarządzania, jak i do procesu podejmowania decyzji o wyborze instrumentu oraz wywierają znaczny wpływ na ewidencję i poziom zadłużenia (czyli IWZ) [Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 28 grudnia 2011 r. ...; Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 17 grudnia 2010 r. ...]. Przedmiotem regulacji jest w szczególności dopuszczalność wykorzystania przez JST takich instrumentów, jak¹:

- 1) papiery wartościowe inne niż akcje, z wyłączeniem praw pochodnych, dopuszczone do obrotu zorganizowanego, z uwzględnieniem podziału na:
 - a) krótkoterminowe papiery wartościowe – o pierwotnym terminie wykupu nie dłuższym niż rok (bony skarbowe, obligacje, bony komercyjne, pozostałe papiery wartościowe),
 - b) długoterminowe papiery wartościowe – o pierwotnym terminie wykupu dłuższym niż rok (obligacje, obligacje skarbowe, pozostałe papiery wartościowe);
- 2) kredyty i pożyczki, przy czym do tej kategorii zalicza się również umowy o partnerstwie publiczno-prywatnym, które mają wpływ na poziom długu publicznego, papiery wartościowe, których zbywalność jest ograniczona, umowy sprzedaży, w których cena jest płatna w ratach, umowy leasingu zawarte z producentem lub finansującym, w których ryzyko i korzyści z tytułu własności są przeniesione na korzystającego z rzeczy, a także umowy nienazwane o terminie zapłaty dłuższym niż

¹ Przedstawiona klasyfikacja została zaprezentowana w rozumieniu, jakie podaje [Rozporządzenie Ministra Finansów z 28 grudnia 2011 r. ...].

rok, związane z finansowaniem usług, dostaw, robót budowlanych, które wywołują skutki ekonomiczne podobne do umowy pożyczki lub kredytu, z uwzględnieniem podziału na:

- a) krótkoterminowe – o pierwotnym terminie zapłaty nie dłuższym niż rok lub podlegające spłacie na żądanie,
- b) długoterminowe – o pierwotnym terminie zapłaty dłuższym niż rok;
- 3) przyjęte depozyty, rozumiane jako zobowiązania wynikające z przyjętych przez jednostkę sektora finansów publicznych depozytów, będących środkiem finansowania potrzeb danej jednostki, w szczególności spłaty wcześniej zaciągniętych zobowiązań lub niedoboru środków danej jednostki, z uwzględnieniem podziału na:
 - a) depozyty zbywalne (na żądanie) – natychmiast wymienialne na gotówkę lub płatne na żądanie wierzyciela,
 - b) inne depozyty, które nie mogą być natychmiast wymienione na gotówkę lub nie mogą być w dowolnym momencie wykorzystywane do dokonywania płatności przez wierzyciela, w szczególności w formie depozytów terminowych;
- 4) zobowiązania wymagalne w rozumieniu art. 72 ust. 1 pkt 4 Ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, które są bezsporne, a których termin płatności dla dłużnika minął i nie zostały ani przedawnione, ani umorzone.

Ustawodawca wskazał możliwość udziału JST w rynku finansowym² i kapitałowym³. W szczególności dostęp ten regulowany dostęp do rynku długu w ustawie o obligacjach⁴ [Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach...; Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach...], ustawie o obrocie instrumentami finansowymi, ustawie o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu oraz spółkach publicznych, rozporządzeniem Rady Ministrów w sprawie przypadków, w których nie stosuje się ograniczeń dotyczących zaciągania niektórych zobowiązań finansowych przez jednostki sektora finansów publicznych, z wyjątkiem Skarbu Państwa. Ustawodawca zatem dopuścił możliwość uczestniczenia JST w rynku zarówno krajowym, jak i zagranicznym.

Przez wskazane regulacje prawa JST uzyskały możliwość emisji obligacji w obrocie publicznym i niepublicznym. Na podstawie obowiązującego prawa mogą one zdecydować o wyborze trybu emisji, rodzajach emitowanych obligacji; obowiązujące prawo pozwala im również konstruować w sposób elastyczny, dostosowany do potencjalnych możliwości zasady budowy kuponu oraz terminarz wykupu.

² Rynek finansowy to miejsce, na którym dokonuje się transakcji kupna i sprzedaży różnych form kapitału pieniężnego, na różne terminy, wykorzystując różne instrumenty finansowe.

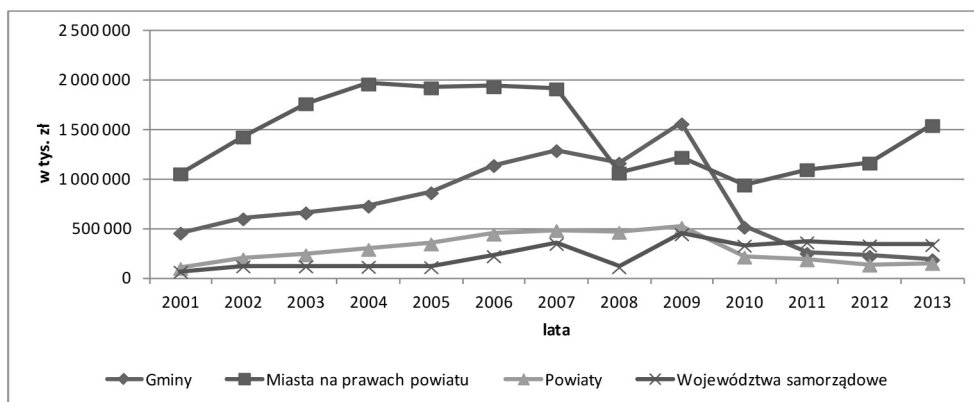
³ Rynek kapitałowy to część rynku finansowego, na którym zawierane są transakcje instrumentami o okresie i zapadalności dłuższym niż jeden rok.

⁴ 28 listopada 2014 r. Sejm uchwalił nową ustawę o obligacjach, która ma zastąpić ustawę z 1995 r. Nowa ustawa obowiązuje od 1 lipca 2015 r.

3. Catalyst jako jedna z możliwości uczestnictwa JST w rynku kapitałowym

JST, uzyskując możliwość uczestnictwa na rynku kapitałowym krajowym i międzynarodowym, muszą zadać sobie pytanie o koszty i korzyści związane z wejściem na rynek publiczny lub też niepubliczny. Od 2009 r., wraz z rozpoczęciem na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych działalności rynku obligacji Catalyst, JST uzyskały szerszą możliwość wykorzystania instrumentów dłużnych w postaci papierów wartościowych. Należy podkreślić, że wykorzystanie papierów wartościowych jako instrumentu dłużnego przez JST było traktowane jako alternatywa dla kredytu bankowego. Ustawa o obligacjach (zarówno ta stara, jak i nowa) wprowadziła nie tylko porządek prawny, ale stworzyła podstawy do rozwoju rynku papierów wartościowych, zwłaszcza obligacji. Tabela 1 prezentuje wykorzystanie poszczególnych grup instrumentów dłużnych na tle zadłużenia JST w latach 2001-2013.

Tym samym należy stwierdzić, że wykorzystanie instrumentu dłużnego, jakim jest emisja papierów wartościowych, w tym obligacji, podlega wahaniom w analizowanym okresie. Rysunek 1 prezentuje kształtowanie się wykorzystania papierów wartościowych przez poszczególne JST w latach 2001-2013.



Rys. 1. Wykorzystanie papierów wartościowych przez poszczególne JST w latach 2001-2013

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Sprawozdania... 2003-2013].

Lata 2008-2009 to okres, w którym znacznie spada wykorzystanie papierów wartościowych jako instrumentu dłużnego. Miasta na prawach powiatu od 2010 r. zaczęły aktywniej wykorzystywać emisję papierów dłużnych, jako alternatywne źródło zaciągania samorządowego długu publicznego. Tabela 2 prezentuje tendencje do wykorzystania obligacji w okresie 2005-2014. Za okres 2001-2004 brakuje danych. Rok 2005 jest szczególny, gdyż jest to pierwszy rok obowiązywania ustawy o obligacjach.

Tabela 1. Wykorzystanie poszczególnych grup instrumentów dłużnych przez JST w latach 2001-2013

| Wyszczególnienie | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-----------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Gminy | | | | | | | | | | | | | |
| Zobowiązania ogółem, z tego: | 5 505 347 | 6 039 342 | 6 617 791 | 7 551 936 | 8 067 277 | 9 596 249 | 9 958 402 | 10 821 046 | 14 611 051 | 21 929 612 | 25 989 644 | 26 167 852 | 25 771 862 |
| - emisja papierów wartościowych | 459 958 | 603 889 | 664 327 | 731 767 | 867 234 | 1 141 656 | 1 291 959 | 1 166 180 | 1 562 050 | 519 037 | 255 800 | 225 305 | 191 480 |
| - kredyty i pożyczki | 4 576 268 | 5 028 680 | 5 607 996 | 6 572 239 | 7 010 353 | 8 276 697 | 8 543 945 | 9 540 365 | 12 923 091 | 21 261 402 | 25 562 667 | 25 790 669 | 25 415 163 |
| - przyjęte depozyty | 35 797 | 15 176 | 16 143 | 15 189 | 0 | 3 143 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| - zobowiązania wymagalne, w tym: | 433 324 | 391 597 | 329 325 | 232 740 | 189 690 | 164 753 | 122 498 | 114 522 | 125 911 | 149 174 | 171 177 | 151 879 | 165 219 |
| - z tytułu dostaw towarów i usług | 313 772 | 270 324 | 224 228 | 156 912 | 134 073 | 117 793 | 87 661 | 77 135 | 96 575 | 114 172 | 126 497 | 102 667 | 93 899 |
| Miasta na prawach powiatu | | | | | | | | | | | | | |
| Zobowiązania ogółem, z tego: | 5 209 380 | 6 367 344 | 6 981 627 | 7 315 728 | 7 643 931 | 8 744 632 | 8 982 969 | 10 514 617 | 14 706 166 | 18 146 131 | 22 108 467 | 23 883 146 | 24 959 358 |
| - emisja papierów wartościowych | 1 058 381 | 1 430 025 | 1 765 704 | 1 964 428 | 1 925 800 | 1 937 150 | 1 915 250 | 1 066 100 | 1 225 050 | 945 050 | 1 100 200 | 1 166 750 | 1 545 453 |
| - kredyty i pożyczki | 3 938 430 | 4 679 499 | 4 986 287 | 5 250 658 | 5 658 220 | 6 755 871 | 7 019 428 | 9 400 560 | 13 433 612 | 17 099 678 | 20 898 522 | 22 648 843 | 23 356 225 |
| - przyjęte depozyty | 17 788 | 5 649 | 1 853 | 2 659 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| - zobowiązania wymagalne, w tym: | 194 781 | 252 170 | 227 783 | 97 983 | 59 910 | 51 610 | 48 291 | 47 957 | 47 504 | 101 403 | 109 745 | 67 554 | 57 680 |
| - z tytułu dostaw towarów i usług | 156 093 | 200 303 | 191 927 | 83 169 | 51 716 | 44 698 | 42 240 | 40 154 | 32 892 | 76 259 | 94 682 | 53 271 | 38 104 |
| Powiaty | | | | | | | | | | | | | |
| Zobowiązania ogółem, z tego: | 494 818 | 890 564 | 1 225 226 | 1 480 003 | 1 815 593 | 2 492 894 | 2 639 529 | 2 888 909 | 3 907 312 | 5 435 587 | 6 136 855 | 5 975 086 | 5 877 616 |
| - emisja papierów wartościowych | 102 800 | 199 650 | 240 350 | 295 550 | 350 460 | 449 720 | 486 130 | 467 560 | 517 871 | 217 854 | 190 594 | 136 922 | 153 545 |
| - kredyty i pożyczki | 326 356 | 644 643 | 925 098 | 1 171 463 | 1 456 641 | 2 031 094 | 2 147 389 | 2 417 205 | 3 373 592 | 5 196 496 | 5 936 323 | 5 821 155 | 5 721 980 |
| - przyjęte depozyty | 5 916 | 2 660 | 2 225 | 715 | 0 | 0 | 0 | 14 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| - zobowiązania wymagalne, w tym: | 59 746 | 43 611 | 57 553 | 12 275 | 8 491 | 11 880 | 6 010 | 4 130 | 15 849 | 21 230 | 9 938 | 17 009 | 2 091 |
| - z tytułu dostaw towarów i usług | 33 844 | 12 971 | 16 457 | 8 172 | 6 035 | 7 273 | 4 017 | 958 | 2 160 | 903 | 963 | 13 180 | 907 |
| Województwa samorządowe | | | | | | | | | | | | | |
| Zobowiązania ogółem, z tego: | 293 188 | 433 583 | 642 518 | 561 451 | 882 621 | 1 573 979 | 2 019 320 | 2 289 451 | 3 046 161 | 4 291 150 | 5 555 073 | 6 112 889 | 6 625 077 |
| - emisja papierów wartościowych | 69 400 | 124 700 | 124 700 | 120 000 | 116 500 | 226 600 | 351 000 | 116 000 | 448 872 | 332 745 | 366 178 | 335 232 | 340 070 |
| - kredyty i pożyczki | 193 566 | 285 856 | 498 740 | 424 198 | 760 204 | 1 341 615 | 1 665 181 | 2 171 387 | 2 594 319 | 3 951 541 | 5 188 143 | 5 777 303 | 6 114 904 |
| - przyjęte depozyty | 730 | 1 | 7 | 7 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| - zobowiązania wymagalne, w tym: | 29 492 | 23 026 | 19 072 | 17 245 | 5 917 | 5 764 | 3 139 | 2 064 | 2 970 | 6 865 | 752 | 353 | 170 102 |
| - z tytułu dostaw towarów i usług | 22 454 | 15 299 | 13 477 | 9 671 | 2 456 | 3 077 | 1 126 | 409 | 521 | 3 579 | 708 | 320 | 222 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Sprawozdania... 2003-2013].

Tabela 2. Wykorzystanie papierów wartościowych przez poszczególne JST w latach 2001-2013

| Obligacje komunalne w mld PLN, stan na IV kw. daneg roku | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--|--------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| wartość | 3295,2 | 3830,35 | 4132,17 | 4461,24 | 6906,08 | 10854,76 | 14350,01 | 15619,18 | 18551,29 | 18332,43 |
| dynamika w skali roku | 11,50% | 16,20% | 7,90% | 8,00% | 54,80% | 57,20% | 32,20% | 8,80% | 18,80% | 17,40% |
| liczba emitentów | 264 | 322 | 337 | 337 | 415 | 458 | b. d. | b. d. | b. d. | b. d. |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Fitch Polska za lata 2005-2014.

Tabela 3. Emisje obligacji komunalnych notowane na rynku Catalyst GPW

| Nazwa JST | Data pierwszego notowania | Data wykupu | Kwota emisji | Oprocentowanie w bieżącym okresie odsetkowym (%) | Rodzaj oprocentowania obligacji |
|--------------------|---------------------------|-------------|----------------|--|---------------------------------|
| Barcin | 2014-03-18 | 2025-11-25 | 14 000 000 | 3,34% | zmiennie |
| Brodnica | 2012-12-04 | 2023-10-19 | 12 700 000,00 | 3,71% | zmiennie |
| Brzesko | 2010-10-22 | 2016-10-19 | 3 500 000,00 | 4,01% | zmiennie |
| | 2013-02-21 | 2026-11-25 | 6 400 000,00 | 3,75% | zmiennie |
| | 2014-02-27 | 2027-11-25 | 7 000 000,00 | 3,75% | zmiennie |
| Elbląg | 2013-04-10 | 2026-01-10 | 22 000 000,00 | 3,65% | zmiennie |
| | 2012-06-28 | 2019-03-08 | 5 000 000,00 | 2,51% | zmiennie |
| | 2012-06-28 | 2020-03-08 | 5 500 000,00 | 2,61% | zmiennie |
| | 2012-06-28 | 2021-03-30 | 9 000 000,00 | 2,81% | zmiennie |
| | 2012-06-28 | 2022-03-30 | 15 500 000,00 | 2,91% | zmiennie |
| | 2012-08-20 | 2023-05-25 | 15 500 000,00 | 3,35% | zmiennie |
| | 2012-08-20 | 2024-05-25 | 16 500 000,00 | 3,45% | zmiennie |
| | 2012-09-28 | 2025-06-29 | 18 000 000,00 | 3,55% | zmiennie |
| Goldap | 2013-10-11 | 2025-11-25 | 10 000 000,00 | 3,45% | zmiennie |
| Konopiska | 2010-11-05 | 2015-07-29 | 550 000,00 | 4,00% | zmiennie |
| | 2010-11-05 | 2016-09-08 | 2 200 000,00 | 3,66% | zmiennie |
| Kraków | 2013-10-04 | 2023-04-30 | 100 000 000,00 | 2,77% | zmiennie |
| | 2013-04-24 | 2024-04-27 | 180 000 000,00 | 3,58% | zmiennie |
| | 2013-10-04 | 2028-05-07 | 120 000 000,00 | 2,84% | zmiennie |
| | 2013-04-24 | 2027-10-01 | 120 000 000,00 | 3,88% | zmiennie |
| Marki | 2014-04-14 | 2023-11-25 | 20 000 000,00 | 3,45% | zmiennie |
| Olkusz | 2014-02-19 | 2023-11-25 | 12 000 000,00 | 3,45% | zmiennie |
| Piła | 2013-12-13 | 2022-09-10 | 20 000 000,00 | 2,91% | zmiennie |
| | 2015-02-23 | 2024-11-25 | 16 000 000,00 | 3,06% | zmiennie |
| Połczyn Zdrój | 2010-10-25 | 2015-09-07 | 600 000,00 | 4,66% | zmiennie |
| | 2010-10-25 | 2016-09-07 | 700 000,00 | 4,66% | zmiennie |
| | 2010-10-25 | 2017-09-07 | 800 000,00 | 4,66% | zmiennie |
| Powiat Goleniowski | 2013-06-26 | 2027-11-25 | 20 000 000,00 | 3,30% | zmiennie |
| Przemysław | 2013-03-06 | 2024-09-10 | 4 070 000,00 | 3,51% | zmiennie |
| | 2013-03-06 | 2025-10-16 | 4 070 000,00 | 3,88% | zmiennie |
| | 2013-03-06 | 2026-12-20 | 4 070 000,00 | 3,90% | zmiennie |
| | 2013-03-06 | 2027-12-20 | 4 070 000,00 | 3,90% | zmiennie |
| | 2013-03-06 | 2028-12-20 | 4 070 000,00 | 3,90% | zmiennie |
| | 2013-03-06 | 2029-12-20 | 4 070 000,00 | 3,90% | zmiennie |
| | 2013-03-06 | 2030-12-20 | 4 070 000,00 | 3,90% | zmiennie |
| Rybnik | 2009-09-17 | 2017-11-13 | 40 500 000,00 | 4,85925% | zmiennie |
| Siedlce | 2013-03-07 | 2031-11-25 | 1 900 000,00 | 3,90% | zmiennie |
| | 2014-03-28 | 2033-11-25 | 40 000 000,00 | 3,65% | zmiennie |
| | 2014-03-28 | 2023-11-25 | 20 000 000,00 | 3,65% | zmiennie |
| | 2013-03-07 | 2025-11-25 | 2 500 000,00 | 3,90% | zmiennie |
| | 2013-03-07 | 2026-11-25 | 2 500 000,00 | 3,90% | zmiennie |
| | 2013-03-07 | 2027-11-25 | 2 500 000,00 | 3,90% | zmiennie |
| | 2013-03-07 | 2028-11-25 | 2 500 000,00 | 3,90% | zmiennie |
| | 2013-03-07 | 2029-11-25 | 2 500 000,00 | 3,90% | zmiennie |
| | 2013-03-07 | 2030-11-25 | 2 500 000,00 | 3,90% | zmiennie |
| | 2013-03-07 | 2031-11-25 | 700 000,00 | 3,90% | zmiennie |
| | 2013-03-07 | 2032-11-25 | 2 500 000,00 | 3,90% | zmiennie |
| | 2013-03-07 | 2033-11-25 | 2 500 000,00 | 3,90% | zmiennie |
| | 2013-03-07 | 2034-11-25 | 2 500 000,00 | 3,90% | zmiennie |
| Tczew | 2010-10-28 | 2017-08-25 | 2 000 000,00 | 2,62% | zmiennie |
| Wałbrzych | 2013-12-02 | 2027-10-01 | 20 000 000,00 | 3,96% | zmiennie |
| | 2013-12-02 | 2025-09-02 | 20 000 000,00 | 3,50% | zmiennie |
| | 2012-12-12 | 2025-10-08 | 30 000 000,00 | 4,41% | zmiennie |
| | 2012-12-12 | 2027-10-22 | 27 000 000,00 | 4,20% | zmiennie |
| Warszawa | 2011-04-20 | 2018-03-29 | 300 000 000,00 | 6,48% | stałe |
| | 2011-04-08 | 2021-03-18 | 300 000 000,00 | 6,64% | stałe |
| | 2010-02-24 | 2022-09-23 | 600 000 000,00 | 6,45% | stałe |
| | 2010-05-12 | 2017-10-25 | 300 000 000,00 | 5,35% | stałe |
| | 2009-09-30 | 2019-10-25 | 600 000 000,00 | 6,70% | stałe |
| Włocławek | 2013-02-21 | 2020-12-20 | 50 000 000,00 | 4,05% | zmiennie |
| | 2012-10-17 | 2025-12-20 | 30 000 000,00 | 4,90% | zmiennie |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych notowań rynku Catalyst, dostęp: 30.03.2015.

Niewątpliwie przyczyniła się do tego możliwość łatwiejszego dostępu do rynku emisji papierów dłużnych, jakim jest Catalyst GPW. Tabela 3 prezentuje emisje obligacji komunalnych notowane na rynku Catalyst GPW od momentu rozpoczęcia jego działania 30 września 2009 r. Pierwszym samorządem, który zdecydował się na uczestnictwo w tym rynku i systemie notowań, była Warszawa. Warszawa konsekwentnie emituje obligacje o stałym oprocentowaniu. Najniższe oprocentowanie emisji obligacji ma Elbląg (2,9%), które swoje papiery wartościowe wyemitował w 2012 r., a najwyższe – Warszawa (6,7%). Są to papiery wyemitowane w pierwszym dniu funkcjonowania Catalyst.

Na rynku dominują obligacje kilkunastoletnie, ale również zostały wyemitowane obligacje o terminie wykupu wynoszącym 21 i 5 lat. Największa liczba emisji to emisje w przedziale 11-15 lat. Najmniej emisji dokonano do 10 lat. Można zatem wskazać, że JST poszukują na rynku Catalyst długoterminowego źródła finansowania, wynoszącego powyżej 10 lat.

Rynek emisji obligacji komunalnych Catalyst ma tę zaletę, gdyż umożliwia plasowanie emisji na rynku regulowanym i alternatywnym w obszarze handlu detalicznego i hurtowego. Segment handlu detalicznego prowadzony jest przez GPW, natomiast segment handlu hurtowego prowadzi spółka BondSpot (d. MTS- CeTO S.A.). W ramach obu segmentów funkcjonuje rynek regulowany oraz alternatywny system obrotu (ASO). Z punktu widzenia emitenta różnice między segmentami Catalyst sprowadzają się przede wszystkim do różnic dotyczących kryteriów dopuszczenia (wprowadzenia) oraz zakresu obowiązków informacyjnych. Catalyst działa na zasadzie jednego punktu dostępu, co oznacza, że złożenie przez emitenta stosownego wniosku do GPW umożliwia wprowadzenie emisji na rynki prowadzone przez BondSpot i odwrotnie [Huczek 2010, s. 8].

4. JST w rynku Catalyst – korzyści i wyzwania decyzyjne

Rynek Catalyst jest niewątpliwie elastyczną formą pozyskiwania kapitału długoterminowego przez JST. Analiza utrzymującej się zależności między grupą instrumentów dłużnych ujętych w grupie „kredyty i pożyczki” oraz w grupie „emisja papierów wartościowych” wymusza postawienie pytania, czy faktycznie JST są zainteresowane pozyskiwaniem kapitału z rynku w formie obligacji? Czy ten rynek jest atrakcyjny, co ogranicza intensywniejsze jego wykorzystanie?

W literaturze przedmiotu i na stronach Catalyst podaje się, że przewagą obligacji jest [Ziarko-Siwiek 2009; Huczek 2010; Mosionek-Schweda, Panfil 2014]:

- elastyczność,
- względnie długi okres zapadalności, czyli finansowania długiem,
- mniej skomplikowana procedura (często wskazuje się, że jest ona uproszczona).

Samorzady, emitując obligacje, uzyskują również efekt promocyjny. Czy wskazane cechy obligacji pozwalają uznać je za wystarczającą przewagę nad alternatywnymi instrumentami dłużnymi?

Rozpatrując elastyczność, należy podkreślić, że niezaprzeczalne jest dostosowanie terminu i warunków spłaty do potrzeb JST. Ale biorąc pod uwagę, że warunki muszą być zgodne ze standardami rynkowymi, również banki, postrzegając pozytywny obraz kredytobiorcy, jakim mogą być JST, dostosowują się do potrzeb wskazywanych przez samorząd. W tym obszarze widoczna jest konkurencja, ale przewagą obligacji w ujęciu teoretycznym jest względnie długi okres finansowania. Praktyka jednak weryfikuje to twierdzenie, gdyż zawsze musi znaleźć się chętny nabywca na obligacje komunalne o długim terminie wykupu.

Zarówno obligacje, jak i kredyty oraz pożyczki są regulowane umową. O ile kredyt i pożyczka są sztywno uregulowane w umowach, o tyle udzielające je instytucje finansowe mają świadomość, że JST będą chciały wprowadzić zapisy, które pozwolą na elastyczniejsze podejście do wcześniejszej spłaty czy uruchomienia transzy. Emisja obligacji niewątpliwie jest elastyczniejszym instrumentem, ale również ma ograniczenia. JST musi zawsze dokładnie rozważyć, czy opłaca się pozyskanie kapitału na tak długi okres, czy możliwy będzie wcześniejszy wykup i czy wynegocjowane oprocentowanie pozwoli na pozyskanie klienta na tego typu papiery dłużne. Jest to pytanie o tzw. opcje i wybór konkretnego rodzaju obligacji. Nie zawsze jest możliwe wyemitowanie takich obligacji, które pozwalałyby z jednej strony ograniczyć ryzyko finansowe do minimum i były satysfakcjonujące z punktu widzenia efektywności rynkowej pozyskania przez JST długu, a z drugiej stanowiłyby interesującą ofertę dla inwestorów o akceptowalnej przez nich stopie zwrotu.

Jak wskazuje przeanalizowany przypadek emisji na rynku Catalyst, JST poszukują kapitału długoterminowego powyżej 10 lat. Takie terminy pozwalają na dostosowanie się do wymogów IWZ i zapewnienie bezpieczeństwa finansowego. Czy banki, np. EBI, nie mają w swojej ofercie długoterminowych produktów o stosunkowo niskim oprocentowaniu?

Ważną zaletą emisji obligacji i zarazem przewagą jest brak zastosowania czasochłonnej i kosztochłonnej procedury zamówień publicznych. Oczywiście obowiązki emitenta wydają się czasochłonne i pracochłonne, ale JST nie są obarczone procedurami postępowania przetargowego, jego unieważnianiem czy brakiem oferentów.

Efekt promocyjny staje się niewątpliwie najmocniejszym argumentem przemawiającym za emisją obligacji [Jastrzębska 2010, s. 149]. Samo uczestnictwo w rynku kapitałowym pozwala postrzegać JST jako podmiot transparentny, sięgający po nowoczesne źródła finansowania, zarządzający, a nie administrujący finansami. Upublicznienie informacji o emisji i emitencie pozwala pokazać gospodarkę finansową JST w różnym czasookresie (obowiązki informacyjne), wymusza zachowanie transparentności i terminowości przekazywania informacji. Często informacje o JST, dostępne w formie obligatoryjnych sprawozdań, są nieczytelne dla potencjalnego inwestora czy obywatela. Informacje przekazywane jako obowiązek informacyjny na rynek Catalyst są zrozumiałym źródłem informacji, co może stanowić zachętę dla potencjalnych inwestorów.

Czy znaczącą kwestią wyboru emisji obligacji są koszty? Ważna jest odpowiedź na to pytanie z punktu widzenia atrakcyjności instrumentu lub bariery jego wyboru.

W literaturze przedmiotu wskazuje się na podejścia dotyczące szacowania kosztu długu obecnego i w przyszłości [Poniatowicz, Salachna, Perło 2010, s. 74-78; Kamiński 2012, s. 121-129; Jastrzębska 2010, s. 162-163]. Istotna jest analiza potencjalnej zmienności kosztu kapitału pozyskanego przez emisję obligacji. W literaturze przedmiotu i w praktyce podnosi się tę kwestię w kontekście minimalizacji ryzyka finansowego, jak również wpływu tego ryzyka na poziom IWZ.

Bez wątplenia należy rozważyć następujące elementy:

- koszty umowne, czyli koszty obejmujące prowizje, opłaty, koszty realizacji zapisów wynikających z zawartej umowy [Filipiak 2008, s. 111],
- koszty obsługi długu i ryzyka finansowego, które są związane z przyjętą konstrukcją oprocentowania (stałe, zmienne i zerowe oprocentowanie, wyznaczone w oparciu o określonego rodzaju stawkę bazową, np. WIBOR, powiększone lub pomniejszone o marżę, waluta emisji) [Huczek 2010, s. 10; Kamiński 2012, s. 122-134; 209-211],
- pozostałe koszty, czyli koszty pozyskania finansowania (koszty analiz, opinii, ekspertyz, opłaty za czynności doradcze, koszty pośrednictwa, inne), koszty likwidacji (koszty związane z wcześniejszym wykupem, zmianą lub aneksowaniem umowy, koszty zdjęcia zabezpieczenia) [Filipiak 2008, s. 111-112].

Z samymi kosztami emisji długu związane jest ryzyko finansowe, które wynika z przesłanek zmienności rynku, wpływu czynników ryzyka finansowego na kształtowanie się stawki bazowej, kondycji finansowej danej JST czy też czasu, w którym instrument jest w obiegu [*Debt Management...* 2002, s. 136; Johnson 2004, s. 47-80, 87-105; Filipiak 2011, s. 227-231].

Ważną funkcją, na co wskazuje literatura przedmiotu, jest funkcja wyceniająca rynku względem długu w papierach wartościowych [Daniluk 1998, s. 25-31; Kozuń-Cieślak 2008, s. 137]. W tym przypadku należy podkreślić szczególną rolę rynku Catalyst, na którym ta funkcja jest realizowana. To właśnie Catalyst podaje bieżące notowania obligacji emitowanych przez JST, co pozwala inwestorom nie tylko weryfikować podjęte decyzje, ale również wyrażać, przez korektę swoich decyzji, ocenę sposobu zarządzania daną JST i jej wiarygodności.

Dzięki emisji obligacji komunalnych następuje realizacja zasady przejrzystości i jawności finansów publicznych. Jest to ważna zasada, wskazywana w art. 33 ustawy o finansach publicznych. Właśnie rynek Catalyst wymusza w pełni realizację tej zasady zobowiązaniami informacyjnymi emitenta. Należy podkreślić, że inwestor, obywatel czy też sam rynek zyskuje dostęp do jasnej i przejrzystej informacji o gospodarce finansowej emitenta, czyli JST.

Podstawowym wyzwaniem wejścia na rynek Catalyst jest dalej koszt pozyskania długu. W sytuacji, kiedy JST stoją u progu zmiany ustawy o dochodach JST [Ustawa o dochodach...], kiedy niepokoje polityczne znacznie oddziałują na sytuację i rozwój rynku finansowego, wobec niepewnego kształtowania się rynku walutowego

i sytuacji geopolitycznej, trudno wskazać na stabilność kształtowania się aktualnych dochodów, a co dopiero tych, które są w fazie projektowej. JST stoją wobec absorpcji nowych środków UE i będą chciały skorzystać z tej okazji, by budować swój potencjał, by pobudzać rozwój społeczności lokalnych i regionalnych. Obligacje jako instrument zaliczany do IWZ (długoterminowość) dalej może stanowić z jednej strony szansę pozyskiwania długu (konstrukcja wskaźnika), a z drugiej mogą trwale zablokować możliwość pozyskiwania długu. Obligacje, ze względu na ich długoterminowy charakter, nie będą instrumentem wykorzystywanym do prefinansowania projektów i programów, na który wskazuje rozdział 6 ustawy o finansach publicznych. Niewątpliwie podstawowe znaczenie w tym przypadku będzie mieć kredyt.

Podstawowym pytaniem, nadal nierozstrzygniętym jednoznacznie, jest to dotyczące wyboru instrumentu: kredyt czy emisja obligacji? Rynek Catalyst jest obiecującą alternatywą pozyskania kapitału długoterminowego, inwestycyjnego. Stanowi on szansę dla finansowania zadań inwestycyjnych, które nie będą mogły zostać sfinansowane ze środków UE i zagranicznych. Należy pamiętać również o formułowanych ocenach dojrzałości rynku finansowego, w tym kapitałowego, kiedy o rozwoju decyduje fakt wprowadzania i wykorzystywania nowych form finansowania [Kamiński 2010, s. 119; Freire, Petersen 2010].

5. Zakończenie

Rozwój rynku obligacji komunalnych na Catalyst stanowi ważny instrument alternatywnego pozyskiwania środków finansowych na nowe zadania o charakterze inwestycyjnym. Uczestnictwo JST stanowi duży impuls do rozwoju rynku wobec alternatywnych instrumentów, zwłaszcza kredytu. Wykorzystanie rynku kapitałowego nie jest jeszcze powszechne, jak można by oczekiwać po niemal 20 latach od pierwszych regulacji prawnych dotyczących uczestnictwa JST w rynku kapitałowym.

JST bardzo zachowawczo podchodzą do wyboru instrumentów, zwłaszcza tych nowszych. Czynnikiem zaburzającym wykorzystanie rynku kapitałowego, a tym samym i jego rozwój, są fundusze UE jako finansowanie bezzwrotne. Nowa perspektywa finansowa UE to nowe środki. Jednakże zadania inwestycyjne, zwłaszcza infrastrukturalne, nie będą już tak powszechnie finansowane ze środków wskazanych przez art. 5 ust. 2 i 3 ustawy o finansach publicznych. Należy mieć w związku z tym nadzieję, że sytuacja ta wpłynie na zmianę postaw decyzyjnych organów JST i częstsze korzystanie z alternatywy, jaką jest rynek Catalyst.

Literatura

- Daniluk M., 1998, *Rynek kapitałowy. Papiery wartościowe, operacje giełdowe, strategie inwestowania*, Wydawnictwo Bellona, Warszawa.
- Debt Management and Government Securities Markets in the 21st Century*, 2002, OECD.

- Filipiak B., 2011, *Finanse samorządowe. Nowe wyzwania bieżące i perspektywiczne*, Difin, Warszawa.
- Filipiak B., 2008, *Strategie finansowe jednostek samorządu terytorialnego*, PWE, Warszawa.
- Freire M., Petersen J., 2010, *Subnational Capital Markets in Developing Countries*, Washington D.C.
- Huczek S., 2010, *Obligacje komunalne na Catalyst*, GPW S.A., Warszawa.
- Jastrzębska M., 2009, *Zarządzanie długiem jednostek samorządu terytorialnego*, Lex a Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Johnson R.S., 2004, *Bond Evaluation, Selection, and Management*, Blackwell Publishing, Oxford.
- Kamiński A., 2012, *Finansowanie dłużne w jednostkach samorządu terytorialnego*, Lex a Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Kozuń-Cieślak G., 2008, *Obligacje komunalne. Instrument dłużny dla jednostek samorządu terytorialnego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Mosionek-Schweda M., Panfil P., 2014, *Catalyst jako źródło finansowania działalności jednostek samorządu terytorialnego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 802, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 65.
- Notowania obligacji komunalnych*. http://www.gpwcatalyst.pl/notowania_obligacji_komunalnych, dostęp: 7.04.2015.
- Podsumowanie IV kwartałów na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*, FitchRatings, Rating&rynek, www.fitchpolska.com.pl, 7.04.2015.
- Poniatowicz M., Salachna J.M., Perło D., 2010, *Efektywne zarządzanie długiem w jednostce samorządu terytorialnego*, Lex a Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Rozporządzenia Ministra Finansów z 28 grudnia 2011 r. w sprawie szczegółowych przepisów klasyfikowania tytułów dłużnych zaliczanych do państwowego długu publicznego, Dz. U. 298, poz. 1767.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 17 grudnia 2010 r. w sprawie przypadków, w których nie stosuje się ograniczeń dotyczących zaciągania niektórych zobowiązań finansowych przez jednostki sektora finansów publicznych, z wyjątkiem Skarbu Państwa, Dz. U. 250, poz. 1678.
- Sprawozdania z działalności regionalnych izb rachunkowych i wykonania budżetu przez JST za lata 2003-2012, Krajowa Rada Regionalnych Izb Obrachunkowych, Warszawa 2004-2013.
- Ustawa o dochodach jednostek samorządu terytorialnego: czas na zmiany, <http://www.portalsamorzadowy.pl/prawo-i-finanse/ustawa-o-dochodach-jednostek-samorządu-terytorialnego-czas-na-zmiany,68400.html>, 7.04.2015.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz. U. 2005 nr 183, poz. 1538, ze zm.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu oraz spółkach publicznych, Dz. U. 2005 nr 184, poz. 1539, ze zm.
- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, Dz. U. 1995 nr 83, poz. 420, ze zm.
- Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, Dz. U. 2009 nr 157, poz. 1240, ze zm.
- Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, Dz. U. 2015, poz. 238.
- Ziarko-Siwiek U., 2009, *Jednostki samorządu terytorialnego jako emitenci papierów wartościowych*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, nr LXXI, zeszyt 3.