

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 437

**Finanse na rzecz
zrównoważonego rozwoju.
Gospodarka – etyka – środowisko**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2016

Redakcja wydawnicza: Jadwiga Marcinek
Redakcja techniczna i korekta: Barbara Łopusiewicz
Łamanie: Magorzata Czupryńska
Projekt okładki: Beata Dębska

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania
znajdują się na stronach:
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 2016

ISSN 1899-3192
e-ISSN 2392-0041

ISBN 978-83-7695-592-6

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
Jacek Adamek: Ubóstwo w perspektywie islamu – wybrane zagadnienia / Poverty in the perspective of Islam – selected problems.....	11
Agnieszka Alińska: Shadow banking jako element zrównoważonego rozwoju systemu finansowego / Shadow banking as an element of sustainable development financial system.....	22
Kamil Borowski: Finansowanie ochrony środowiska w Polsce przez Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej / Financing of environmental protection in Poland by the National Fund for Environmental Protection and Water Management.....	32
Grażyna Borys: Opłata eksploatacyjna jako kategoria finansowa / Service charge as a financial category.....	42
Krystyna Brzozowska: Multilateralne instytucje finansowe w Europie wobec wymagań zrównoważonego rozwoju / Multilateral financial institutions in Europe towards sustainable development requirements.....	51
Dorota Burzyńska: Inicjatywy klastrowe elementem zielonej gospodarki / Cluster initiatives as an element of green economy.....	63
Michał Buszko, Dorota Krupa: Fundusze sekurytyzacyjne a zrównoważony rozwój rynku finansowego w Polsce / Securitisation funds and sustainable development of financial market in Poland.....	75
Michał Buszko, Dorota Krupa, Damian Walczak: Rynek finansowy wobec starzejącego się społeczeństwa / Financial market towards an ageing society.....	87
Zuzanna Czekaj: Opłata za emisję spalin jako źródło finansowania ochrony środowiska / Fee for issue of exhaust as a source of financing of environmental protection.....	96
Ewa Dziawgo: Zastosowanie opcji forward start w ocenie strategicznych przedsięwzięć proekologicznych / Applying forward start options in the assessment of strategic pro-ecological projects.....	106
Leszek Dziawgo: Ekologiczne fundusze inwestycyjne banków szwajcarskich / Ecological investment funds of Swiss banks.....	115
Leszek Dziawgo, Danuta Dziawgo: Bankowość alternatywna. Społeczna ewolucja biznesu finansowego – wybrane aspekty ekologiczne / Alternative banking. Social evolution of financial business – selected ecological aspects.....	124

Joanna Fila: Zielone mikrofinanse jako element zrównoważonego rozwoju / The green microfinance as an element of the sustainable development.....	132
Magdalena Frasyniuk-Pietrzyk, Magdalena Walczak-Gańko: Świadomość potrzeby planowania emerytalnego / Awareness of the necessity of retirement planning.....	143
Juliusz Giżyński: Europejska Rada Budżetowa jako organ uzupełniający narodowe rady fiskalne w krajach strefy euro / The European Fiscal Board as a body complementing national fiscal councils in the euro area countries.	156
Agata Ibron: Systemy wsparcia odnawialnych źródeł energii w Polsce / The support systems for renewable energy sources in Poland.....	167
Bogna Janik: Dochód–ryzyko w inwestycjach społecznie odpowiedzialnych na podstawie portfeli pasywnych spółek z krajów Europy Środkowo-Wschodniej / Income-risk in value-based investing in Central and Eastern European countries (CEECs) – based on the companies reflected in socially responsible indices	177
Klaudia Jarno: Zaangażowanie Międzynarodowego Banku Odbudowy i Rozwoju w <i>carbon finance</i> w świetle tworzonych przez niego funduszy węglowych i mechanizmów finansowych / Involvement of the International Bank for Reconstruction and Development in carbon finance in the light of its carbon funds and financial mechanisms.....	187
Dariusz Klimek: Fundusz Muncypalny jako instrument finansowania zrównoważonego rozwoju lokalnego / Municipal Fund as the instrument the sustainable local development financing	199
Magdalena Kogut-Jaworska: Pomoc <i>de minimis</i> i jej szczególna rola w systemie pomocy publicznej w Polsce / <i>De minimis</i> aid and its particular role in the system of state aid in Poland	208
Jan Koleśnik: Współczesny bank centralny jako organizacja społecznie odpowiedzialna / Contemporary central bank as a socially responsible organization	222
Dorota Korenik: Spór o odpowiedzialność zewnętrzną współczesnego banku / The dispute on external responsibility of a contemporary bank.....	230
Jolanta Korkosz-Gębska: Rola innowacji ekologicznych w budowaniu przewagi konkurencyjnej województwa świętokrzyskiego / The impact of environmental innovations in a formation of the competitive advantage of the Świętokrzyskie Voivodeship.....	244
Katarzyna Kowalska: Kontrowersje wokół CSR w handlu detalicznym branży FMCG / Controversy over CSR in FMCG retail trade industry.....	252
Danuta Król: Istota zarządzania długiem samorządowym w procesie zrównoważonego rozwoju lokalnego / Essence of local government debt management	261
Dorota Krupa: Wspieranie inwestowania długoterminowego z wykorzystaniem funduszy inwestycyjnych na poziomie UE / Supporting long-term investments with the use of investment funds at the EU level	270

Iwona Lubimow-Burzyńska: Znaczenie edukacji dla wzrostu gospodarczego – przegląd badań / Importance of education for economic growth – a review of research	280
Piotr P. Malecki: Europejski model sprawozdawczości statystycznej w zakresie wydatków na ochronę środowiska i jego zastosowanie w Polsce / European statistical reporting model for environmental protection expenditure and its use in Poland	288
Katarzyna Mamcarz: Dźwignia ceny złota / Gold price leverage.....	299
Teresa Mikulska, Grażyna Michalczuk: Komunikacja w obszarze działań przy wykorzystaniu modelu LBG / Communication within the area of socially responsible activities using the LBG model	309
Katarzyna Olejniczak: Innowacyjne podejście do CSR – ujęcie Vissera / Innovative approach to the CSR – Visser approach	320
Jarosław Pawłowski: Ecorating hoteli odpowiedzią na wymagania konsumentów / Eco-rating of hotels as a response to customers' requirements ..	328
Dariusz Piotrowski: Potencjał wykorzystania sukuk w zakresie zarządzania długiem Skarbu Państwa / The potential for using sukuk in the scope of managing state treasury debt	338
Piotr Podsiadło: Finansowanie pomocy publicznej na ochronę środowiska w Unii Europejskiej – zagadnienia interpretacyjne / Granting of state aid for environmental protection in the European Union – the interpretation problems	348
Tomasz Potocki: Poziom wiedzy finansowej wśród mieszkańców terenów peryferyjnych, zagrożonych ubóstwem / The level of financial literacy among population of rural regions threatened by poverty.....	360
Wiesława Przybylska-Kapuścińska, Magdalena Szyszko: Zrównoważona polityka pieniężna? Ewolucja celów banku centralnego wobec współczesnych wyzwań / Balanced monetary policy? Modern challenges as the central bank's goals	373
Dominik Sadlakowski: Państwowe fundusze majątkowe jako element międzynarodowej strategii gospodarczej na przykładzie Chin / Sovereign Wealth Funds as part of international economic strategy on the example of China.....	383
Beata Sadowska: Strategia Państwowego Gospodarstwa Leśnego Lasy Państwowe a zrównoważony rozwój / Strategy of National Forests Holding vs. sustainable development	393
Małgorzata Solarz: Altruizm a odporność finansowa gospodarstw domowych / Altruism vs. financial resilience of households.....	402
Michał Soliwoda: Zmiany klimatu jako wyzwanie dla zarządzania ryzykiem w polskim rolnictwie / Climate change as a challenge for risk management in Polish agriculture.....	411

Joanna Stawska: Zadłużenie sektora <i>general government</i> a wzrost gospodarczy w kontekście zrównoważonych finansów publicznych / General government sector debt and economic growth in the context of sustainable public finances	426
Dawid Szutowski, Piotr Ratajczak: Emisja komunikatów o działaniach w zakresie społecznej odpowiedzialności a wartość dla akcjonariuszy / The relation between corporate social responsibility activities' announcements and shareholder value.....	436
Paulina Szyja: Kształtowanie gospodarki niskoemisyjnej na poziomie samorządu terytorialnego / Transition to a low carbon economy at the level of local government	447
Magdalena Ślebocka: Rola i znaczenie PPP w finansowaniu przedsięwzięć rewitalizacyjnych / Role and importance of PPP in revitalization projects financing	464
Jerzy Węclawski: Determinanty kształtowania bankowości relacyjnej w odniesieniu do średnich przedsiębiorstw w Polsce / Determinants of relationship banking creation in relation to medium-sized enterprises in Poland ..	473
Stanisław Wieteska: Pozostałości pestycydów w płodach rolnych w Polsce w świetle założeń zrównoważonego rozwoju rolnictwa / Pesticide residues in agricultural crops in Poland in the light of the principles of sustainable development of agriculture	482
Aneta Wszelaki: Znaczenie prawnych zabezpieczeń kredytów w tworzeniu rezerw celowych w bankach / Importance of legal collateral credits in the creation of specific provisions in banks.....	494
Justyna Zabawa: Rozwój i finansowanie odnawialnych źródeł energii. Przypadek gospodarki Niemiec / Development and financing of renewable energy sources. The case of German economy	503
Agnieszka Żołądkiewicz: Ocena poziomu zrównoważonego rozwoju gmin miejskich województwa warmińsko-mazurskiego / Assessment of level of sustainable development of municipalities of the Warmińsko-Mazurskie Voivodeship	513

Wstęp

Zadaniem nauki jest poszukiwanie racjonalnych rozwiązań dla cywilizacyjnych wyzwań współczesnego świata. Jednym z takich kluczowych wyzwań jest także rozwój zrównoważony. Idea zrównoważonego rozwoju jest niezwykle obiecująca, ale z całą pewnością wymaga ogromnego zaangażowania ekonomistów. Nauki ekonomiczne, a w tym dyscyplina nauki „finanse”, podejmują to wyzwanie. Wiele badań, spotkań, konferencji i publikacji służy naukowej analizie oraz praktycznej implementacji zasad zrównoważonego rozwoju we współczesnej gospodarce w zakresie finansów i rachunkowości.

Proces naukowego opracowywania problemu trwa, a społeczna ewolucja biznesu dostarcza ambitnych tematów badawczych. Po latach pracy możemy wskazać zarówno na konkretne sukcesy, jak też i na wiele wątpliwości w zakresie koncepcji zrównoważonych finansów. Materialnym dowodem naukowego wkładu w poszerzanie wiedzy są publikacje. Znaczna część aktualnego dorobku naukowego dyscypliny „finanse” dotycząca zrównoważonego rozwoju jest już od lat regularnie prezentowana w Pracach Naukowych Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Kontynuujemy ten cykl opracowań.

W niniejszym tomie zebraliśmy wyselekcjonowane artykuły autorów z wielu uznanych ośrodków naukowych w Polsce. Ich tematyka skoncentrowana jest na zagadnieniach finansów i zrównoważonego rozwoju. Przedstawiono w nich doskonale rozważania teoretyczne oraz konkretne przykłady z praktyki gospodarczej. Każdy artykuł stanowi inspirujący materiał naukowy.

Szczególne podziękowania należą się nie tylko Autorom, ale także Recenzentom, którzy podjęli trud oceny nadesłanych materiałów. Jako redaktorzy tomu wraz z Autorami i Recenzentami mamy nadzieję, że poprzez publikację naszego wspólnego dzieła wnosimy istotny wkład w naukowe opracowanie problematyki finansowania zrównoważonego rozwoju.

Leszek Dziawgo, Leszek Patrzalek

Dariusz Piotrowski

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu
e-mail: darius@econ.umk.pl

POTENCJAŁ WYKORZYSTANIA SUKUK W ZAKRESIE ZARZĄDZANIA DŁUGIEM SKARBU PAŃSTWA

THE POTENTIAL FOR USING SUKUK IN THE SCOPE OF MANAGING STATE TREASURY DEBT

DOI: 10.15611/pn.2016.437.33

JEL Classification: G15, H63

Streszczenie: Sukuk to instrumenty finansów islamskich, które w ostatnich latach zyskują znaczenie na międzynarodowym rynku finansowym. Istotną część rynku sukuk stanowią emisje rządowe. Sukces ofert sukuk przeprowadzonych w 2014 r. przez Wielką Brytanię i Luksemburg skłonił do zbadania możliwości zaistnienia na tym rynku również Polski. Emisję sukuk rządu RP rozważano w kontekście możliwości wykorzystania tych instrumentów w zarządzaniu długiem publicznym. W pracy przyjęto następującą hipotezę badawczą: zastosowanie sukuk korzystnie wpływa na realizację celu strategii zarządzania długiem Skarbu Państwa. Analiza literatury przedmiotu, danych empirycznych pochodzących z międzynarodowego rynku finansowego oraz informacji pozyskanych z Ministerstwa Finansów wykazała niewielkie korzyści i niską atrakcyjność kosztową emisji sukuk rządu RP w stosunku do euroobligacji.

Słowa kluczowe: sukuk, zarządzanie długiem publicznym.

Summary: Sukuk are instruments of Islamic finance which in recent years have been gaining prominence in the international financial market. A significant part of the sukuk market involves government issues. The success of sukuk offerings conducted in 2014 by the United Kingdom and Luxembourg prompted the study of possibilities for a Polish presence in that market. A Polish government sukuk issue was considered in the context of the possibilities for using these instruments in public debt management. The paper assumes the following research hypothesis: the use of sukuk has a beneficial effect on the implementation of the purpose of the State Treasury debt management strategy. The analysis of the literature on the subject, empirical data from the international financial market and information obtained from the Ministry of Finance have indicated meagre benefits and low cost attractiveness of a Polish government sukuk issue in relation to Eurobonds.

Keywords: sukuk, public debt management.

1. Wstęp

W okresie ostatnich kilkunastu lat segment sukuk odnotował najbardziej dynamiczny rozwój w obszarze finansów islamskich. Czynnikiem dotychczasowego sukcesu tych instrumentów, a zarazem znacznego potencjału dalszego wzrostu rynku sukuk upatrywać należy w różnorodności ich konstrukcji, szerokim zastosowaniu, jak również wyjściu poza naturalne środowisko funkcjonowania i rozpowszechnieniu wykorzystywania na międzynarodowym rynku finansowym.

Głównymi uczestnikami rynku sukuk są instytucje z krajów muzułmańskich. Należy jednak zauważyć, że w ostatnich latach coraz bardziej aktywną postawę wykazują rządy krajów zamieszkałych przez niewielką populację wyznawców Mahometa, jak Wielka Brytania, Republika Południowej Afryki czy Luksemburg [Thomson Reuters 2014]. W sytuacji zgłaszania zainteresowania emisją sukuk przez rządy kolejnych państw rodzi się pytanie, czy Polska poprzez działania Ministerstwa Finansów powinna również wkroczyć na ten rynek. Niewątpliwie konieczne jest przeprowadzenie analizy potencjalnej emisji sukuk z punktu widzenia realizacji celów strategii zarządzania długiem publicznym.

2. Metodyka badań i źródła materiału badawczego

Polska w procesie zarządzania długiem publicznym wykorzystuje takie instrumenty, jak kredyty, pożyczki, bony i obligacje skarbowe oraz euroobligacje. W pracy przyjęto założenie, iż emisje sukuk przeprowadzane na rynkach międzynarodowych mogą stanowić atrakcyjne, z punktu widzenia Skarbu Państwa oraz inwestorów, uzupełnienie oferty euroobligacji. Mając na uwadze powyższe, sformułowano następujący cel pracy: określenie zasadności emisji sukuk rządu RP w kontekście realizacji celu strategii zarządzania długiem Skarbu Państwa. W pracy przyjęto następującą hipotezę badawczą: zastosowanie sukuk korzystnie wpływa na realizację celu strategii zarządzania długiem Skarbu Państwa. Realizacja celu pracy oraz weryfikacja hipotezy badawczej nastąpiły z wykorzystaniem metody krytycznej analizy literatury przedmiotu, danych empirycznych pochodzących z międzynarodowego rynku finansowego oraz informacji uzyskanych z Ministerstwa Finansów.

3. Strategia zarządzania długiem Skarbu Państwa – cel, zadania, realizacja

Sukuk w skali globalnej pozostają instrumentami niszowymi, jednak w pewnych regionach świata, czy określonych grupach uczestników rynku, zyskują coraz większe uznanie. Rząd Polski, wzorem innych państw, poprzez emisje sukuk mógłby stworzyć nowe źródło pozyskiwania kapitału, wyznaczyć benchmark dla ofert korporacyjnych czy też pokazać otwartość na wdrażanie innowacyjnych instrumentów

rynku finansowego [Mielus 2011]. Jednak wyzwaniem dla rozpatrywanego procesu jest brak dedykowanych regulacji prawnych oraz niewielka znajomość zasad dotyczących funkcjonowania instrumentów finansów islamskich wśród krajowych uczestników rynku finansowego.

Analiza zasadności potencjalnej emisji sukuk Skarbu Państwa wymaga w pierwszej kolejności spojrzenia z perspektywy celów zarządzania długiem publicznym. Artykuł 75 ustawy o finansach publicznych [Ustawa z 27 sierpnia 2009] obowiązuje Ministra Finansów do opracowania i przedstawienia do zatwierdzenia Radzie Ministrów czteroletniej strategii zarządzania długiem Skarbu Państwa oraz oddziaływania na państwowy dług publiczny. Potencjalna emisja sukuk Skarbu Państwa musi uwzględniać artykuł 78. tejże ustawy, którego zapisy wskazują, aby Minister Finansów wykonując operacje i działania na rynkach finansowych, wpływające na zmianę struktury zadłużenia Skarbu Państwa, dążył do zwiększenia bezpieczeństwa finansowego potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, obniżenia ryzyka lub kosztów obsługi długu Skarbu Państwa czy też realizacji innych zadań związanych z zarządzaniem długiem Skarbu Państwa, wskazanych w planie czteroletnim [Ustawa z 27 sierpnia 2009].

Zarządzanie długiem Skarbu Państwa w szerokim ujęciu może być rozumiane jako podejmowanie decyzji dotyczących rodzaju i wielkości wydatków, jakie mają zostać pokryte długiem. Z uwagi na charakter analiz prowadzonych w pracy właściwsze jest wąskie podejście do kwestii zarządzania długiem, odnoszące się do sposobu pozyskiwania finansowania. W tym ujęciu przedmiotem analiz i decyzji są dostępne rynki, instrumenty oraz charakterystyki emisji, takie jak kwota, waluta, kupon czy termin oferty [Marchewka-Bartkowiak 2011, Kamba-Kibatshi 2013].

W przeszłości w strategiach zarządzania długiem formułowano dwa cele. Pierwszy, z którego zrezygnowano po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej, odnosił się do utrzymania wielkości długu publicznego na bezpiecznym poziomie. Drugi, obowiązujący do dziś, dotyczy minimalizacji kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu przy przyjętych ograniczeniach związanych z ryzykiem refinansowania, kursu walutowego, stopy procentowej, płynności budżetu państwa, ryzykiem kredytowym, operacyjnym oraz rozkładem kosztów obsługi długu w czasie [Ministerstwo Finansów 2005].

Przeprowadzone studia wykazały, że w przedmiotowej ustawie oraz analizowanych strategiach nie zdefiniowano tak istotnego pojęcia, jakim są koszty obsługi długu. Można jednak założyć, że koszty te utożsamiane są z wydatkami na obsługę długu Skarbu Państwa określonymi w artykule 124 ustawy o finansach publicznych i obejmują w szczególności wydatki budżetu państwa z tytułu oprocentowania i dyskonta od skarbowych papierów wartościowych, a także koszty związane z emisją skarbowych papierów wartościowych.

Cel zawarty w strategiach odnoszących się do zarządzania długiem publicznym osiągniany jest poprzez realizację określonych zadań. W najnowszej strategii obejmu-

jącej lata 2016-2019 istotne z punktu widzenia potencjalnej emisji sukuk są postulaty dotyczące [Ministerstwo Finansów 2015b]:

- zapewnienia elastyczności struktury finansowania odnoszącej się do wyboru rynku, instrumentu i terminu emisji;
- zdywersyfikowania źródeł pozyskiwania finansowania poprzez uzyskanie dostępu do inwestorów operujących na głównych rynkach finansowych;
- kontynuacji dużych i płynnych emisji głównie na rynku euro, ale również na rynku dolara amerykańskiego;
- utrzymywania średniej zapadalności długu Skarbu Państwa na poziomie zbliżonym do 5 lat;
- dążenia do równomiernego rozkładu płatności wynikających z obsługi długu.

Analiza danych za okres 2008-2014 pozwala stwierdzić, że główny cel strategii zarządzania długiem Skarbu Państwa został w znacznej mierze zrealizowany. W roku 2008 koszt obsługi długu krajowego i zagranicznego wyniósł 25,1 mld zł, co stanowiło 2% PKB. W kolejnych latach nastąpił wzrost kosztów obsługi długu do poziomu ponad 42 mld zł, to jest 2,6% PKB, odnotowanego w najgorszych pod tym względem latach 2012 i 2013. W strategii zarządzania długiem Skarbu Państwa w latach 2016-2019 założono jednak spadek omawianej relacji z 1,8% w roku 2015 do ok. 1,5% w 2019 [Ministerstwo Finansów 2015b].

4. Aktywność rządów na międzynarodowym rynku sukuk

Powstanie globalnego rynku sukuk wiązać należy z pionierskimi działaniami podejmowanymi w latach 90. ubiegłego wieku w Malezji i Sudanie [Saeed, Salah 2012; IIFM 2009]. Wysiłki przedsiębiorstw w obszarze tworzenia rynku spotkały się z mniejszą lub większą pomocą państw w sferze regulacyjnej rynku. Nowe tysiąclecie to okres dynamicznego rozwoju rynku, z przerwą jedynie w roku 2008, na co wpływ miał głównie światowy kryzys finansowy. W latach 2012-2014 rynek osiągnął pewną stabilizację, przejawiającą się utrzymywaniem wartości emisji na poziomie ok. 120-140 mld USD w skali roku [Rasameel 2014].

Analiza danych zamieszczonych w tabeli 1, dotyczących segmentu *international sukuk*, pozwala zauważyć, iż wśród emitentów zdecydowanie przeważają podmioty z regionu Zatoki Perskiej. Wyjaśnienia takiej sytuacji należy upatrywać z jednej strony, w zdecydowanie krajowym charakterze największego w skali globalnej, malezyjskiego rynku sukuk, z drugiej zaś, w realizacji szerokich programów inwestycyjnych finansowanych emisjami sukuk przez wskazane kraje arabskie w okresie przed wybuchem światowego kryzysu finansowego. Właśnie dzięki tego typu projektom rok 2007 zapisał się jako rekordowy pod względem udziału emisji zagranicznych (ok. 40% globalnego rynku sukuk). Z kolei w roku 2012 i kolejnych odnotowano historycznie najwyższe wartości zagranicznych emisji sukuk, osiągające poziom 26 mld USD [Thomson Reuters 2014].

Tabela 1. Kraje o największym udziale w emisji *international sukuk* w okresie 2001-lipiec 2014

Kraj	Liczba emisji	Wartość (mln USD)	% całkowitej wartości
ZEA	68	45 986	39,35
Arabia Saudyjska	30	21 542	18,43
Malezja	32	16 339	13,98
Katar	10	8 935	7,65
Bahrajn	94	6 830	5,84
Indonezja	7	5 785	4,95
Turcja	12	5 753	4,92
Kuwejt	13	2 127	1,82

Źródło: opracowanie własne na podstawie [IIFM 2014, s. 15].

Generalnie aktywność podmiotów z sektora finansów publicznych na rynku sukuk jest wysoka. Świadczą o tym dane wskazujące, iż ponad połowę globalnego rynku sukuk w ujęciu wartościowym stanowią emisje rządowe [Thomson Reuters Zawya 2013]. Jednak reguła ta nie zawsze sprawdzała się w odniesieniu do segmentu *international sukuk*. Szczegółowa analiza tego rynku dowodzi, iż w latach 2001-2008 dominowały oferty przedsiębiorstw z udziałem rządu 73%. Emisje rządowych sukuk stanowiły wówczas 15% wartości rynku. W okresie 2009-lipiec 2014 nastąpił wzrost udziału emisji rządowych w segmencie *international sukuk* do poziomu ok. 34%. Równie silny wzrost znaczenia ofert podmiotów z sektora finansów publicznych zanotowano na rynku krajowym – z 30% do 70% [IIFM 2014]. Zwiększone zaangażowanie państw to przejaw wsparcia rynku, który przeżywał trudny okres w związku z problemami finansowymi emitentów sukuk czy przypadkami ich upadłości. Emisje rządowe, charakteryzujące się wysokimi ocenami wiarygodności kredytowej, przyczyniły się do wzrostu zaufania między uczestnikami rynku i zapewniły pożądaną stabilizację.

Zaprezentowane w tabeli 2 emisje *international sukuk* miały miejsce w okresie wzmożonej aktywności rządów na rynku islamskich certyfikatów w latach 2011-2014. Analiza charakterystyk przedstawionych emisji nasuwa pewne spostrzeżenia:

- w segmencie rządowych *international sukuk* nie występuje dominacja jednego kraju lub regionu geograficznego, tak jak ma to miejsce w przypadku globalnego rynku sukuk;
- Malezja, Bahrajn oraz Katar w niewielkim stopniu zaistniały na analizowanym rynku, mimo znacznego doświadczenia w obszarze sukuk, z kolei w działaniach rządów Indonezji, Turcji czy Dubaju widać pewną powtarzalność emisji świadcząca, iż stanowią one element szerszej strategii zarządzania długiem;
- znaczna część ofert pochodzących z dojrzałych rynków sukuk miała wartość co najmniej 1 mld USD w skali roku;

- w emisjach rządowych sukuk konstrukcje opierano niemalże wyłącznie na technice *ijarah*. Taka praktyka odbiegała od zachowań emitentów obserwowanych na całym rynku ofert zagranicznych, gdzie udział tej struktury wynosił ok. 40% [IIFM 2014];

Tabela 2. Cechy wybranych rządowych emisji *international sukuk*

Kraj	Data emisji	Zapadalność (lata)	Stopa zwrotu	Wartość (mln)	Waluta	Struktura	Rating emisji
Malezja	Lipiec 2011	5	2,991%	1200	USD	Wakalah	A-
Malezja	Lipiec 2011	10	4,646%	800	USD	Wakalah	A-
Bahrajn	Listopad 2011	7	6,273%	750	USD	Ijarah	BBB
Indonezja	Listopad 2011	7	4,000%	1000	USD	Ijarah	BB+
Dubaj/ZEA	Maj 2012	5	4,900%	600	USD	Ijarah	-
Dubaj/ZEA	Maj 2012	10	6,450%	650	USD	Ijarah	-
Katar	Czerwiec 2012	5,5	2,090%	2000	USD	Ijarah	AA
Katar	Lipiec 2012	10,5	3,241%	2000	USD	Ijarah	AA
Turcja	Październik 2012	6	2,803%	1500	USD	Ijarah	BB
Indonezja	Listopad 2012	10	3,300%	1000	USD	Ijarah	-
Dubaj/ZEA	Styczeń 2013	10	3,875%	750	USD	Ijarah	-
Turcja	Październik 2013	4,5	4,557%	1250	USD	Ijarah	BBB-
Indonezja	Wrzesień 2013	6	6,125%	1500	USD	Ijarah	-
Wielka Brytania	Czerwiec 2014	5	2,036%	200	GBP	Ijarah	-
Dubaj/ZEA	Kwiecień 2014	15	5,000%	750	USD	Ijarah	-
Hongkong	Wrzesień 2014	5	2,005%	1000	USD	Ijarah	AAA
RPA	Wrzesień 2014	5.75	3,900%	500	USD	Ijarah	-
Luksemburg	Wrzesień 2014	5	0,436%	200	EUR	Ijarah	AAA
Indonezja	Wrzesień 2014	10	4,350%	1500	USD	Ijarah	BBB
Turcja	Listopad 2014	10	4,489%	1000	USD	Ijarah	BBB-
Pakistan	Listopad 2014	5	6,750%	1000	USD	Ijarah	B-

Źródło: opracowanie własne na podstawie [www.sukuk.com].

- na rynku *international sukuk* przeważały instrumenty nominowane w USD o terminie zapadalności 5-10 lat.

Analiza raportów rządowych dotyczących przedstawionych powyżej ofert sukuk wykazała, iż nabywcy islamskich certyfikatów pochodzili głównie z Bliskiego Wschodu, w mniejszym zaś stopniu z Europy, Stanów Zjednoczonych oraz Azji. W gronie inwestorów największe znaczenie miały fundusze zarządzające aktywami, banki komercyjne i banki centralne. Zauważono ponadto, iż kupony oferowane nabywcom sukuk nie różniły się znacznie, a często bywały nawet niższe niż w przypadku obligacji danego emitenta.

Analiza zaprezentowanych powyżej charakterystyk ofert *international sukuk* wskazuje na możliwość przygotowania emisji sukuk rządu RP, które spełniałyby oczekiwania formułowane w strategii. W szczególności dotyczy to rodzaju rynków plasowania emisji, terminu zapadalności, wysokości kuponu i waluty.

5. Inwestorzy z Bliskiego Wschodu na rynku długu Skarbu Państwa

W strategiach zarządzania długiem Skarbu Państwa pozyskiwanie środków z rynków zagranicznych jest traktowane jako uzupełnienie finansowania z rynku krajowego.

Główną formą pozyskiwania środków z rynków międzynarodowych wykorzystywaną przez Ministerstwo Finansów jest emisja euroobligacji. W ostatnich latach w drodze emisji obligacji zagranicznych – taka obowiązuje nomenklatura przyjęta w polskim prawie – pozyskiwano rocznie środki o wartości kilku miliardów euro. W tabeli 3 zaprezentowano charakterystyki euroobligacji, w przypadku których w gronie nabywców były podmioty z Bliskiego Wschodu. Specyfika islamskich certyfikatów wskazuje bowiem, że w tej grupie inwestorów należy głównie upatrywać potencjalnych nabywców sukuk rządu RP.

Tabela 3. Charakterystyki wybranych emisji euroobligacji Skarbu Państwa

Data emisji	Zapadalność (lata)	Kupon	Wartość popytu (mln zł)	Wartość podaży (mln zł)	Waluta emisji	Rentowność	Udział inwestorów z Bliskiego Wschodu w ofercie
03.11.2011	10	5%	8000	2000	USD	5,176%	brak danych
02.02.2012	10	5%	4750	1000	USD	4,901%	brak danych
17.09.2012	10	3%	8000	2000	USD	3,175%	4%
15.01.2013	6	1,625%	1900	1000	EUR	1,705%	19%*
15.01.2014	10	3%	4100	2000	EUR	3,032%	2%
22.01.2014	10	4%	6500	2000	USD	4,099%	3%*

* łącznie z Azją

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Ministerstwo Finansów 2012, 2013, 2014, 2015].

Analiza danych zamieszczonych na stronie Ministerstwa Finansów pozwoliła w przypadku niektórych emisji na procentowe określenie wielkości zaangażowania inwestorów z Bliskiego Wschodu, w pozostałych emisjach ujętych w tabeli dysponowano jedynie ogólnymi informacjami o nabyciu instrumentów przez podmioty ze wspomnianego regionu. Dostępne dane dowodzą, iż inwestorzy z Bliskiego Wschodu obecni są również na krajowym rynku długu. Według stanu na 30 czerwca 2015 r. byli oni w posiadaniu SPW wyemitowanych na rynku krajowym na kwotę ok. 6 mld zł, z czego 2,87 mld zł stanowiły inwestycje banków centralnych z tego regionu. Biorąc pod uwagę kraj inwestora, największe zaangażowanie, na kwotę ponad 2 mld zł, wykazywały podmioty ze Zjednoczonych Emiratów Arabskich [Ministerstwo Finansów 2015a].

Analiza zaprezentowanych danych pozwala na sformułowanie pewnych spostrzeżeń w kontekście potencjalnej emisji sukuk rządu RP:

- zauważalne jest zainteresowanie inwestorów z krajów muzułmańskich nabywaniem SPW, fakt ten może sprzyjać powodzeniu oferty sukuk;
- inwestorzy z krajów muzułmańskich nabywają SPW konwencjonalne, czyli oparte na stopie procentowej, w związku z czym zasadność emisji islamskich instrumentów finansów, charakteryzujących się złożoną konstrukcją, może być podważana.

6. Emisja sukuk a realizacja celów strategii zarządzania długiem

W rozważaniach na temat zasadności emisji sukuk rządu RP ważną rolę odegrały informacje pozyskane z Ministerstwa Finansów¹. Autora pracy ciekawiło, czy Ministerstwo Finansów rozważało możliwość emisji sukuk oraz jakie były rezultaty ewentualnych analiz w tym zakresie. Z uzyskanych odpowiedzi wynika, że pierwsze analizy dotyczące możliwości emisji sukuk były przeprowadzane przed wybuchem światowego kryzysu finansowego. Trudna sytuacja na rynkach finansowych oraz w obszarze finansów publicznych spowodowała jednak, że Polska, podobnie jak Wielka Brytania, Luksemburg czy Republika Południowej Afryki, przerwała prace analityczne dotyczące emisji sukuk. Po ustabilizowaniu się sytuacji na rynkach finansowych wspomniane państwa, z wyłączeniem Polski, przeprowadziły emisje sukuk, realizując cele strategii odnoszące się do wsparcia rozwoju centrum finansów islamskich czy też szerokiego stosowania islamskich certyfikatów w ramach zarządzania długiem.

Polska jak dotąd nie zrealizowała oferty sukuk i jak stwierdzono, występuje małe prawdopodobieństwo zaangażowania Ministerstwa Finansów w emisję tych instrumentów w przyszłości. Stanowisko uzasadniono niskimi korzyściami z tytułu emisji, z racji ograniczonych potrzeb pożyczkowych w walutach obcych w najbliż-

¹ Korespondencję elektroniczną z Zastępcą Dyrektora Departamentu Długu Publicznego prowadzono w okresie wrzesień-listopad 2014 r.

szych latach oraz dostępności innych korzystnych źródeł finansowania. Mając na uwadze charakterystyki euroobligacji RP i rodzaj ich nabywców, nie osiągnięto by ani znacznego uelastycznienia formy, ani zdywersyfikowania źródeł pozyskiwania finansowania. Zauważono także, że analizy dostarczone przez banki inwestycyjne wskazywały na znaczny stopień komplikacji formalno-organizacyjnych związanych z procesem emisji sukuk, który wpływa negatywnie na koszt pozyskania finansowania.

7. Zakończenie

Sukuk wykazują pewne podobieństwo do euroobligacji, w szczególności w zakresie pełnionych funkcji oraz występujących w tych instrumentach strumieni płatności. Cechy te czynią możliwym wykorzystanie sukuk w zarządzaniu długiem Skarbu Państwa. Zaprezentowane w pracy przykłady zrealizowanych emisji wskazują, że oferty sukuk RP można byłoby przygotować tak, aby spełniały wymagania w zakresie rynku plasowania, terminu wykupu, waluty oraz wysokości oferowanego kuponu. Relatywnie niską atrakcyjność emisji sukuk w ocenie Ministerstwa Finansów należy wiązać z występującymi obecnie niskimi kosztami obsługi długu, znaczną dywersyfikacją źródeł pozyskiwania kapitału przez Skarb Państwa oraz faktem obecności wśród inwestorów podmiotów pochodzących z krajów muzułmańskich. Jednak obecnie najistotniejszą przeszkodą pozostają wysokie koszty emisji sukuk, a zwłaszcza opracowania konstrukcji sukuk zgodnych z regulacjami rynku kapitałowego, jak i odpowiadających wymogom szariatatu. Redukcja kosztów z tytułu organizacji emisji i realizacja celu strategii zarządzania długiem Skarbu Państwa odnoszącego się do obniżania kosztów obsługi długu byłaby jednak możliwa, gdyby rozważano nie pojedynczą emisję, lecz program emisji sukuk. Podsumowując, emisja sukuk rządu RP w obecnych warunkach rynkowych nie wnosi wartości dodanej dostrzeganej z punktu widzenia zarządzania długiem publicznym. Może natomiast przyczynić się do wzrostu kosztów obsługi długu. Mając na uwadze powyższe, można przyjąć, że postawiona w pracy hipoteza badawcza została zweryfikowana negatywnie.

Literatura

- IIFM, 2009, *Sukuk Report. A comprehensive study of the Global Sukuk Market*, Kuala Lumpur.
- IIFM, 2014, *Sukuk Report. A comprehensive study of the Global Sukuk Market*, Kuala Lumpur.
- Kamba-Kibatshi M., 2013, *Reforma sektora finansów publicznych w kontekście integracji Polski ze strefą euro w dobie światowego kryzysu gospodarczego*, Difin, Warszawa.
- Marchewka-Bartkowiak K., 2011, *Zarządzanie długiem Skarbu Państwa. Implikacje dla strefy euro*, Difin, Warszawa.
- Mielus P., 2011, *Przekształcenia na rynku papierów skarbowych w dobie kryzysu finansowego*, [w:] Alińska A. (red.), *Sektor finansów publicznych w warunkach światowego kryzysu finansowego*, CeDeWu.pl, Warszawa.

- Ministerstwo Finansów, 2005, *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2006-08*, Warszawa.
- Ministerstwo Finansów, 2012, Dług publiczny. Raport roczny 2011, <http://www.finanse.mf.gov.pl/web/wp/dlug-publiczny/publikacje/raporty-roczne> (20.12.2015).
- Ministerstwo Finansów, 2013, Dług publiczny. Raport roczny 2012, <http://www.finanse.mf.gov.pl/web/wp/dlug-publiczny/publikacje/raporty-roczne> (20.12.2015).
- Ministerstwo Finansów, 2014, Dług publiczny. Raport roczny 2013, <http://www.finanse.mf.gov.pl/web/wp/dlug-publiczny/publikacje/raporty-roczne> (20.12.2015).
- Ministerstwo Finansów, 2015, Dług publiczny. Raport roczny 2014, <http://www.finanse.mf.gov.pl/web/wp/dlug-publiczny/publikacje/raporty-roczne> (20.12.2015).
- Ministerstwo Finansów 2015a, *Plan finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa i jego uwarunkowania*, Warszawa.
- Ministerstwo Finansów, 2015b, *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2016-2019*, Warszawa.
- Rasameel, 2014, *2013 Annual Global Sukuk Report*, Kuwait.
- Saeed A., Salah O., 2012, *History of sukuk: pragmatic and idealist approaches to structuring sukuk*, [w:] Ariff M., Iqbal M., Mohamad S. (red.), *The Islamic Debt Market for Sukuk Securities. The Theory and Practice of Profit and Sharing Investment*, Edward Elgar Publishing Ltd, Cheltenham.
- Thomson Reuters Zawya, 2013, Sukuk Perceptions and Forecast Study 2014, <http://www.iefpedia.com/english/wp-content/uploads/2014/01/tr-sukuk-perceptions-and-forecast-20143.pdf> (13.12.2015).
- Thomson Reuters, 2014, Sukuk Perceptions and Forecast 2015. Beyond traditional markets, <http://www.slideshare.net/EzzedineGHLAMALLAH/thomson-reuters-sukuk-perceptions-forecast-2015> (26.12.2015).
- Ustawa z 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, Dz.U., nr 157, poz. 1240 ze zm.
- Zawya, 2009, *Collaborative Sukuk Report. An agenda setting study for the growth and development of the global Sukuk industry*, <https://www.zawya.com/ifg-publications> (10.07.2015).
www.sukuk.com.