

Dominika Kordela

Uniwersytet Szczeciński  
Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług  
e-mail: dominika.kordela@wzieu.pl

## Stopień urynkowania obligacji komunalnych w Polsce

**Kody JEL:** F38, G12, H54, H74

**Słowa kluczowe:** rynek kapitałowy, obligacje komunalne, rynek obligacji Catalyst

**Streszczenie.** Finansowanie zadań jednostek samorządu terytorialnego z wykorzystaniem dłużnych instrumentów finansowych zyskuje na znaczeniu, zwłaszcza przy poszukiwaniu przez nie możliwości pozyskania kapitału w celu realizacji inwestycji finansowych ze środków Unii Europejskiej. W Polsce JST mają do wyboru uplasowanie emisji obligacji na rynku zorganizowanym lub rynku niezorganizowanym. Celem niniejszego opracowania jest określenie stopnia urynkowania obligacji komunalnych w Polsce w latach 2009–2015 poprzez ocenę wielkości rynku, porównanie wartości emisji na rynku zorganizowanym i niezorganizowanym, analizę płynności oraz ocenę struktury inwestorów. Wyniki badań wskazują na słaby stopień urynkowania obligacji komunalnych w Polsce, niską płynność walorów oraz dominację banków wśród obligatariuszy.

### Wprowadzenie

Rynek kapitałowy w Polsce umożliwia finansowanie z wykorzystaniem dłużnych papierów wartościowych podmiotom gospodarczym, jak również jednostkom samorządu terytorialnego. Finansowanie przez gminy i powiaty zadań z wykorzystaniem dłużnych instrumentów finansowych jest istotne, zwłaszcza przy poszukiwaniu przez JST możliwości pozyskania kapitału w celu realizacji zadań inwestycyjnych finansowanych ze środków Unii Europejskiej (Filipiak, 2015).

Pomimo rozwoju struktury organizacyjnej i zmian regulacji prawnych polski rynek obligacji komunalnych należy do najsłabiej rozwiniętych segmentów krajowego rynku kapitałowego. Potwierdzeniem powyższego stwierdzenia są jego cechy ilościowe. Po pierwsze, według danych na koniec 2014 roku obligacje komunalne stanowiły niewiele

ponad 3% ogólnej wartości długoterminowych papierów dłużnych będących w obrocie wyemitowanych przez podmioty krajowe. Po drugie wskaźnik relacji zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego z tytułu emisji obligacji względem poziomu PKB – będący miarą rozwoju rynku – w roku 2014 wynosił zaledwie 1,1%<sup>1</sup>.

Uruchomienie we wrześniu 2009 roku przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie i spółkę BondSpot S.A. zorganizowanego rynku pierwotnego i wtórnego instrumentów dłużnych Catalyst umożliwiło jednostkom samorządu terytorialnego emisję obligacji bez udziału banków i obrót wtórny tymi papierami wartościowymi na giełdowym rynku publicznym. Głównym celem niniejszego opracowania jest określenie stopnia urynkowienia obligacji komunalnych w Polsce w latach 2009–2015. Przy czym stopień urynkowienia określony został poprzez ocenę wykorzystania zorganizowanego rynku instrumentów dłużnych do finansowania JST oraz ocenę funkcjonowania rynku wtórnego obligacji komunalnych. Dla realizacji celu dokonano między innymi analizy dynamiki stosunku wartości obligacji komunalnych notowanych na rynku Catalyst do wartości rynku obligacji komunalnych ogółem, dynamiki wartości nowych emisji, a także oceniono wartość rynku, wartość obrotów instrumentami dłużnymi na rynku Catalyst, jak również strukturę inwestorów.

Zakres czasowy wybrano celowo, bowiem w 2009 roku został utworzony zorganizowany rynek obrotu obligacjami korporacyjnymi, komunalnymi, skarbowymi, a także listami zastawnymi Catalyst. Materiał badawczy stanowiły dane z raportów Fitch Rating Polska, statystyki z Biuletynów Statystycznych rynku Catalyst publikowane przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie oraz informacje z raportów Narodowego Banku Polskiego *Rozwój systemu finansowego w Polsce z lat 2009–2014*.

## 1. Podstawy prawne i struktura rynku obligacji komunalnych w Polsce

Po zmianach ustrojowych w Polsce rynek obligacji komunalnych zaczął się rozwijać po uchwaleniu i wejściu w życie ustawy o samorządzie terytorialnym (Ustawa, 1990). Jednak początkowo w latach 1990–1995 jednostki samorządu terytorialnego emitowały jedynie obligacje mieszkaniowe, które nie są zaliczane do instrumentów rynku kapitałowego (Mazurek-Chwiejczak, 2011, s. 648). Dopiero ustawa o obligacjach z 1995 roku stworzyła podstawy prawne umożliwiające rozwój tego segmentu i regulujące rynek papierów dłużnych w Polsce (Ustawa o obligacjach, 1995; Markowski, 2002, s. 51). Ustawa ta obowiązywała do czasu wejścia w życie nowej ustawy o obligacjach, tj. do 1 lipca 2015 roku (Ustawa o obligacjach, 2015).

---

<sup>1</sup> Co prawda w okresie przyjętym do badań w niniejszym artykule, tj. w latach 2009–2015 wskaźnik z roku na rok wzrastał z poziomu 0,5% w roku 2009 do poziomu 1,1% w roku 2014, jednak jego wielkość i tak jest bardzo niska.

Wskazać należy również inne akty prawne kluczowe dla możliwości wykorzystania przez jednostki samorządu terytorialnego papierów dłużnych jako źródła finansowania (Filipiak, 2015, s. 104–106):

- Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, DzU 2009, nr 157, poz. 1240, ze zmianami.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z 28 grudnia 2011 r. w sprawie szczególnych przepisów klasyfikowania tytułów dłużnych zaliczanych do państwowego długu publicznego, DzU 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, DzU 250, poz. 1678.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, DzU 2005, nr 183, poz. 1538, ze zmianami.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu oraz spółkach publicznych, DzU 2005, nr 184, poz. 1539, ze zmianami.

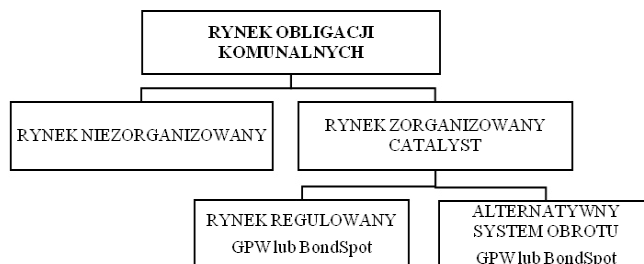
Główny akt prawny regulujący dłużne instrumenty finansowe, Ustawa o obligacjach z 2015 roku w art. 4 przywołuje definicje obligacji, określając je mianem papierów wartościowych emitowanych w serii, w których emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia. Równocześnie w art. 1 niniejszej ustawy określono podmioty uprawnione do emisji obligacji, a wśród nich gminy, powiaty oraz województwa, zwane „jednostkami samorządu terytorialnego”, a także związki tych jednostek oraz jednostki władz regionalnych lub lokalnych innego niż Rzeczpospolita Polska państwa członkowskiego Unii Europejskiej. Z kolei artykuł 32 tejże ustawy o obligacjach nakłada na JST obowiązek określenia celu emisji, ponadto zastrzeżono, że emitent nie może przeznaczyć środków pochodzących z emisji obligacji na inny cel.

Kwerenda literatury przedmiotu pozwala na szeroki przegląd różnych definicji obligacji<sup>2</sup>. Natomiast niewiele jest ujęć definicyjnych *stricto* obligacji komunalnych – zwykle prezentowane są jako typ obligacji wyodrębnionych według kryterium emitenta. Jedną z niewielu definicji obligacji komunalnych prezentuje Kozuń-Cieślak, określając je jako papiery wartościowe w randze długu publicznego, emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego w celu sfinansowania projektów inwestycyjnych realizowanych w ramach zadań, do których wypełniania te jednostki zostały ustawowo powołane (Kozuń-Cieślak, 2008).

Polski rynek nieskarbowych papierów dłużnych do 30 września 2009 roku, czyli do momentu uruchomienia przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie rynku obligacji Catalyst, miał charakter rynku niezorganizowanego. Emisje nieskarbowych

<sup>2</sup> Różne ujęcia obligacji w literaturze polskiej i zagranicznej przedstawia m.in. G. Kozuń-Cieślak (2008).

papierów dłużnych odbywały się na ogół przy współpracy emitenta, banku i inwestora. Najistotniejszą rolę w procesie emisyjnym pełniły banki, będące organizatorami emisji, agentami emisji, dealerami, a często również obligatariuszami. Wraz z utworzeniem rynku Catalyst rozpoczął się nowy etap rozwoju rynku papierów dłużnych. Obecnie jednostki samorządu terytorialnego mają wybór między emisją na niezorganizowanym rynku (organizatorami emisji są głównie banki) a emisją na jednym z rynków Catalyst, na którym emisja obligacji może być przeprowadzana w trybie oferty prywatnej lub oferty publicznej (rysunek 1).



Rysunek 1. Struktura rynku obligacji komunalnych w Polsce.

Źródło: opracowanie własne na podst. Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. oraz [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl).

Oferta prywatna ograniczona jest rygorami prawnymi wynikającymi z ustawy o ofercie publicznej, która definiuje ofertę prywatną jako propozycję nabycia skierowaną maksymalnie do 99 adresatów<sup>3</sup>. Natomiast oferta publiczna może być kierowana do nieograniczonej liczby adresatów; co ważne, jednostki samorządu terytorialnego, decydując się na tę procedurę emisji, są obligowane do zawarcia umowy z biurem maklerskim, które będzie pełniło funkcję oferującego, czyli podmiotu, za którego pośrednictwem dokonywana będzie sprzedaż obligacji ([www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl)).

Należy zaznaczyć, że celem utworzenia Catalyst było nie tylko stworzenie rynku wtórnego dla papierów dłużnych, ale również standaryzacja warunków emisji, a dzięki autoryzacji Catalyst również możliwość określania ryzyka inwestycyjnego oraz zwiększanie płynności obrotu – co szczególnie istotne z punktu widzenia celu artykułu.

<sup>3</sup> Ponadto nie można korzystać ze środków masowego przekazu w celu promocji oferty.

## 2. Aktywność jednostek samorządu terytorialnego na rynku kapitałowym

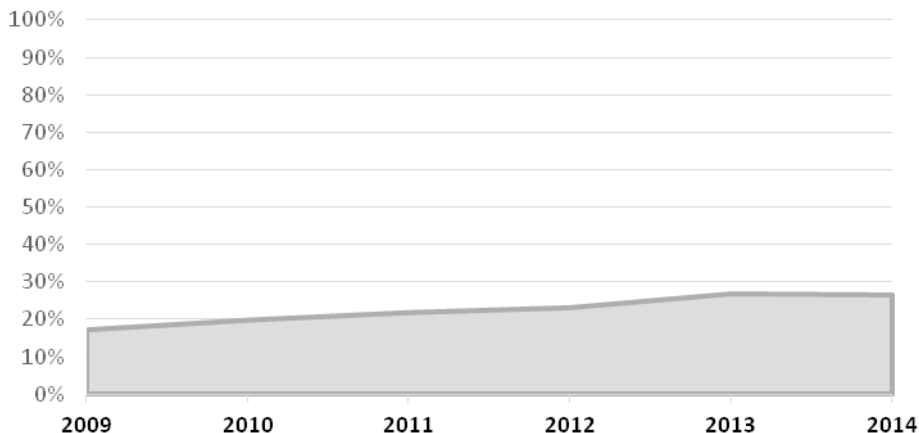
Ocena wykorzystania dłużnych instrumentów finansowych przez JST oraz rozwoju rynku komunalnych instrumentów dłużnych w Polsce była głównym przedmiotem rozważań publikacji zwartych, jak również artykułów naukowych<sup>4</sup>. Główne wnioski wynikające z kwerendy wymienionych publikacji są następujące:

- Głównymi przyczynami finansowania JST poprzez emisje obligacji na rynku Catalyst są promocja, podniesienie wiarygodności, a dopiero na trzecim miejscu finansowanie (Brzozowska, 2015; Filipiak, 2015).
- Przychody pozyskane z emisji obligacji JST przeznaczają przede wszystkim na gospodarkę komunalną oraz kontynuację niezakończonych projektów (Brzozowska, 2015).
- Emisje obligacji komunalnych są urzeczywistnieniem zasad przejrzystości i jawności finansów publicznych (Filipiak, 2015).
- Cel emisji często określany jest bardzo ogólnie i zwykle odnosi się do finansowania deficytu oraz spłaty wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu kredytów, pożyczek czy emisji papierów wartościowych (Mosionek-Schweda, Panfil, 2014).
- Wielkość zapotrzebowania JST na kapitał dłużny ulega zmianie i może być niezależna od potencjału gospodarczego i wielkości dochodów (Kamiński, 2012).
- Zorganizowany rynek obrotu obligacjami komunalnymi może stać się dla JST tańszym i bardziej elastycznym niż kredyt źródłem finansowania zadań inwestycyjnych (Adamiak, Kołosowska, Voss, 2012).
- Na decyzję o emisji obligacji wpływ mają m.in. regulacje prawne, według których banki kredytujące JST wyłaniane są w drodze przetargu, natomiast wyboru organizatora emisji obligacji można dokonać w procedurze konkursu. Nie bez znaczenia jest fakt, że finansowanie poprzez emisję obligacji cechuje się większą elastycznością. Poza tym nie istnieje wymóg ustanawiania zabezpieczeń emisji.

W latach 2002–2009 podstawową barierą rozwoju rynku obligacji komunalnych była niewielka skala pojedynczych emisji, będąca efektem niewielkich potrzeb pożyczkowych gmin i powiatów. Zmiana nastąpiła w roku 2009, kiedy wartość zadłużenia JST z tytułu długoterminowych papierów dłużnych odnotowała duży wzrost (na koniec 2009 r. wartość rynku obligacji komunalnych wynosiła 6,9 mld zł, co stanowiło 55-procentowy wzrost w stosunku do końca 2008 roku). Za najważniejszy czynnik wpływający na rozwój rynku obligacji komunalnych (a dokładniej na wzrost wartości tego rynku) uważa się konieczność sfinansowania wkładów własnych w projektach i programach inwestycyjnych w zakresie m.in. ochrony środowiska i infrastruktury drogowej, realizowanych z wykorzystaniem środków z UE (Sobolewski, Tymoczko, 2010).

<sup>4</sup> Szerokie studium analiz i ocen prezentują m.in. następujące prace: Kozuń-Cieślak (2008); Kamiński (2012); Filipiak (2015); Brzozowska (2015), Mosionek-Schweda, Panfil (2014); Adamiak, Kołosowska, Voss (2012).

W okresie przyjętym do badania w niniejszym opracowaniu wzrasta znaczenie obligacji komunalnych jako źródła finansowania zewnętrznego jednostek samorządów terytorialnych, co potwierdza rosnący ich udział w całkowitym zadłużeniu (rysunek 2). W 2009 roku 17,1% długu JST stanowił dług z tytułu emisji obligacji, natomiast od roku 2013 już ponad jedna czwarta długu to dług obligacyjny.



Rysunek 2. Udział zadłużenia z tytułu emisji obligacji komunalnych do zadłużenia JST ogółem.

Źródło: opracowanie własne na podst. Sobolewski, Tymoczko (2010, 2011, 2012, 2013); *Rozwój systemu finansowego...* (2014, 2015).

Niemniej analiza kolejnych danych wskazuje na słabą aktywność polskich JST na rynku kapitałowym. Mimo to wartość rynku obligacji komunalnych w badanym okresie z roku na rok wzrastała (tabela 1). Natomiast udział rynku obligacji komunalnych w rynku nieskarbowych papierów dłużnych nie uległ większym zmianom i oscylował w przedziale 13–16%. Również wskaźnik informujący o udziale rynku obligacji komunalnych w rynku długoterminowych papierów dłużnych, wzrastający z poziomu 1,5% w roku 2009 do 3% w latach 2013–2014, wskazuje na ich małe znaczenie na rynku kapitałowym (Sobolewski, Tymoczko, 2010; 2011; 2012; 2013).

Tabela 1. Wartość rynku obligacji komunalnych w latach 2009–2015

Wyszczególnienie	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Wartość rynku obligacji komunalnych na koniec danego roku (mln zł)	6 906	10 855	14 350	15 619	18 551	19 109	20 019
Dynamika w skali roku (%)	35	57	32	9	19	3	5
Udział rynku obligacji komunalnych w rynku nieskarbowych papierów dłużnych (%)	14,39	16,13	14,71	13,27	15,05	13,70	13,66

Źródło: opracowanie własne na podst. danych Fitch Polska.

Wartość wprowadzonych do obrotu obligacji komunalnych w badanym okresie charakteryzowała się dużą zmiennością (tabela 2). Wartość nowych emisji była największa w roku 2010, wówczas samorządy pozyskały ponad 4,6 mld zł. Spadek wartości rynku pierwotnego w roku 2014 w porównaniu z rokiem 2013 związany był głównie ze zmianami prawnymi wprowadzającymi nowe limity zadłużenia JST<sup>5</sup>.

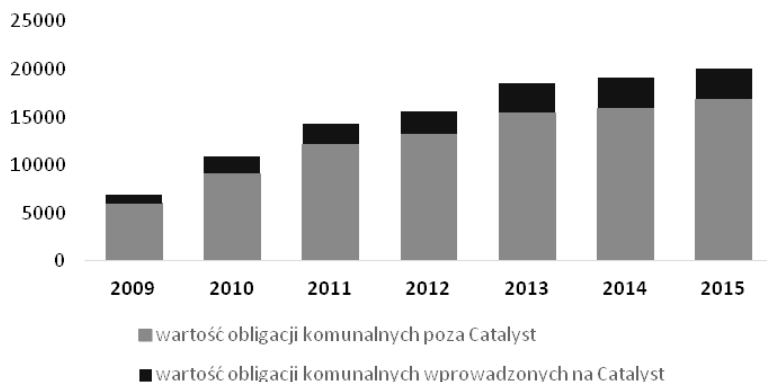
Tabela 2. Wartość wyemitowanych obligacji komunalnych w danych roku

Wyszczególnienie	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Wartość wyemitowanych obligacji komunalnych (mld zł)	3,1	4,64	4,57	2,58	4,46	2,12	2,18
Stopa wzrostu r/r (%)	244	50	-2	-44	73	-52	3

Źródło: opracowanie własne na podst. danych Fitch Polska.

Dane wskazują, że wartość obligacji komunalnych będących w obrocie na rynku zorganizowanym w badanym okresie wzrosła z poziomu 930 mln zł w roku 2009 do 3189 mln zł w roku 2015. Natomiast udział wartości obligacji komunalnych notowanych na Catalyst w ogólnej wartości instrumentów dłużnych wyemitowanych przez JST nie zmienił się znacząco i oscylował między 13% a 16% (najniższy był w 2009 roku – 13,5%, a najwyższy w latach 2013–2014 – 16,6%) (rysunek 3). Widać więc, że pomimo wzrostu wartości rynku obligacji komunalnych oraz wzrostu wartości emisji instrumentów dłużnych JST na Catalyst zdecydowana większość walorów komunalnych emitowana jest na rynku niezorganizowanym.

<sup>5</sup> Zgodnie z art. 243 Ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych relacja rocznej kwoty spłaty zobowiązań jednostek samorządu terytorialnego i kosztów ich obsługi do wartości planowanych dochodów ogółem nie może przekroczyć wskaźnika opartego na średniej arytmetycznej z ostatnich trzech lat relacji dochodów bieżących powiększonych o dochody ze sprzedaży majątku oraz pomniejszonych o wydatki bieżące do dochodów ogółem.



Rysunek 3. Wartość rynku obligacji komunalnych na koniec danego roku (mln zł)

Źródło: opracowanie własne na podst. danych Fitch Polska oraz raportów rocznych [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl).

Warto zaznaczyć, że na rynku Catalyst największym emitentem obligacji wśród JST pozostaje Warszawa. W roku 2009 wprowadziła do obrotu obligacje o wartości 600 mln zł, w 2010 r. – 900 mln, a na koniec kolejnego roku zadłużenie stolicy z tytułu wyemitowanych obligacji komunalnych na rynku zorganizowanym przekroczyło 2,1 mld zł, co stanowiło aż 95% ogólnej wartości obligacji komunalnych na Catalyst. W kolejnych latach było podobnie, co prawda Warszawa nie wprowadzała nowych emisji, ale udział jej instrumentów w wartości obligacji komunalnych na Catalyst pozostał dominujący – 88% w roku 2012, 66% w roku 2015.

### 3. Płynność obligacji komunalnych a struktura inwestorów

Rynek obligacji komunalnych pozostaje nie tylko najmniejszym segmentem krajowego rynku papierów dłużnych, ale również najmniejszym segmentem rynku Catalyst (tabela 3). Jego wartość w pierwszym roku funkcjonowania rynku wynosiła 8,7% wartości wszystkich instrumentów dłużnych wprowadzonych do obrotu na Catalyst, natomiast w roku 2015 zaledwie 0,52%.

Płynność obrotu na rynku wtórnym świadczy o atrakcyjności inwestycyjnej (bądź jej braku) instrumentu finansowego. Zwykle oceniana jest na podstawie wartości obrotów, wolumenu obrotów oraz wskaźnika obrotów. Ze względu na dostępne dane i ograniczenia redakcyjne dokonano oceny wartości obrotów obligacjami komunalnymi.



Tabela 3. Wartość wyemitowanych obligacji na rynku Catalyst według kryterium emitenta

Rodzaj instrumentów finansowych wg kryterium emitenta	Wartość emisji (mln zł)						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Korporacyjne	9 719	19 755	37 749	49 951	55 820	60 867	66 393
Komunalne	930	1 753	2 222	2 374	3 088	3 187	3 189
Skarbowe	–	–	491 617	514 974	560 241	480 506	543 552

Źródło: opracowanie własne na podst. raportów rocznych [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl).

Wartość obrotów obligacjami komunalnymi na rynku Catalyst charakteryzowała się dużą zmiennością, największa była w roku 2010 i wynosiła łącznie ponad 193 mln zł. W późniejszych latach obroty spadały mimo wzrostu wartości rynku i wzrostu liczby emitentów – najniższe były w roku 2012 – niecałe 11 mln zł – i w roku 2015 – nieco ponad 12 mln zł (tabela 4).

Tabela 4. Obroty obligacjami komunalnymi na Catalyst

Wyszczególnienie	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Wartość obrotów transakcje sesyjne (mln zł)	62,68	124,21	41,76	10,83	7,23	17,48	10,29
Liczba transakcji sesyjnych	181	621	432	279	169	204	69
Średnia wartość transakcji (tys. zł)	346	200	97	38	43	86	149
Wartość obrotów transakcje pakietowe (mln zł)	14	69,6	1,59	0	12,33	0,56	1,74
Liczba transakcji pakietowych	1	9	2	0	13	1	1

Źródło: opracowanie własne na podst. raportów rocznych [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl).

Nie tylko fakt spadającej wartości obrotów jest istotny z punktu widzenia płynności rynku, ale również duża koncentracja obrotów na obligacjach Warszawy. W roku 2010 96% wartości obrotów wszystkich obligacji komunalnych przypadało na instrumenty dłużne Warszawy, w kolejnych latach wskaźnik koncentracji obrotu ulegał zmianom, ale i tak był bardzo wysoki, zwłaszcza w latach 2011, 2012 i 2015, kiedy to wynosił odpowiednio 85%, 87% i 78% (najniższy był w roku 2013 i wynosił 16%, co było wynikiem precedensowo wysokich transakcji pakietowych na obligacjach miast Przemysł i Siedlce, które zwiększyły wartość ogólną transakcji instrumentami JST na rynku Catalyst).

Wpływ na urynkowienie instrumentów finansowych oraz na płynność obrotu ma niewątpliwie również struktura inwestorów. Dostępne dane wskazują na silną dominację banków jako obligatariuszy (tabela 5).

Tabela 5. Struktura posiadaczy obligacji komunalnych w Polsce (%)

Inwestorzy	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Banki	81,78	87,64	91,70	92,65	91,67	92,48	89,28
Przedsiębiorstwa	0,00	0,04	0,90	0,94	0,83	0,59	0,48
Inwestorzy zagraniczni	9,59	2,72	0,00	0,04	0,00	0,00	0,00
Fundusze emerytalne	5,78	4,30	3,00	2,65	1,73	1,35	4,34
Fundusze inwestycyjne	2,07	3,53	3,20	2,61	2,74	3,04	2,49
Firmy ubezpieczeniowe	0,74	1,58	1,00	1,08	2,96	2,53	2,77

Źródło: opracowanie własne na podst. Fitch Polska za lata 2009–2015.

Inwestorzy zagraniczni od roku 2011 w zasadzie nie są obecni na rynku obligacji komunalnych. Niewielki jest też udział pozostałych inwestorów instytucjonalnych. Niewątpliwie słuszną jest konkluzja wynikająca z wcześniejszych badań, że silna koncentracja obligacji emitowanych przez JST skutkuje niską płynnością papierów wartościowych, a także nie wpływa na dywersyfikację portfeli inwestorów (Brzozowska, 2015).

W przeciwieństwie do regulacji obowiązujących na rynku amerykańskim inwestycje w obligacje komunalne w Polsce nie są zwolnione z podatku, co mogłoby zwiększyć ich atrakcyjność inwestycyjną (Kozuń-Cieślak, 2008).

## Podsumowanie

Wyniki badań wskazują na słaby stopień urynkowienia obligacji komunalnych w Polsce. Po pierwsze, świadczy o tym dominacja rynku niezorganizowanego, tylko ok 16% obligacji wprowadzanych jest na rynek zorganizowany Catalyst. JST chętniej korzystają z rynku niezorganizowanego i usług banków jako organizatorów emisji obligacji komunalnych. Po drugie, na rynku wtórnym Catalyst obrót obligacjami komunalnymi charakteryzuje się niską płynnością i znaczną koncentracją obrotów na walorach Warszawy. Kolejnym argumentem świadczącym o słabym urynkowieniu jest dominacja banków wśród obligatariuszy, co wpływa w konsekwencji na słaby rynek wtórny.

W najbliższych latach rozwój rynku obligacji komunalnych oraz rozwój tego segmentu na rynku Catalyst zdeterminowany będzie obowiązującymi od 2014 roku limitami zadłużenia, a także skalą inwestycji realizowanych przez jednostki samorządu terytorialnego.

## Bibliografia

- Adamiak, J., Kołosowka, B., Voss, G. (2012). Obligacje komunalne na rynku Catalyst jako źródło finansowania działalności jednostek samorządu terytorialnego. *Annales Universitatis Marie Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia*, 3 (46). Lublin: Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej.
- Biuletyn statystyczny Catalyst* – raport roczny za lata 2009–2015. Pobrane z: [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl), dostęp 20.06.2016.
- Brzozowska, K. (2015). Rynek obligacji komunalnych Catalyst – stan i oczekiwania. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, 881. Ekonomiczne Problemy Usług, 118*. Szczecin: Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego.
- Filipiak, B. (2015). Instrumenty rynku kapitałowego w finansowaniu jednostek samorządu terytorialnego. W: L. Pastrzałek, H. Kociemska (red.), *Finanse samorządu terytorialnego*. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.
- Kamiński, A. (2012). *Finansowanie dłużne w jednostkach samorządu terytorialnego*. Warszawa: Wolters Kluwer Polska.
- Koźniak-Cieślak, G. (2008). *Obligacje komunalne. Instrument dłużny dla jednostek samorządu terytorialnego*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Markowski, K. (2002). Rozwój rynku obligacji komunalnych w Polsce. W: K. Ciejpa-Znamirowski (red.), *Problemy zarządzania na rynku kapitałowym*. Studia i materiały Instytutu Zarządzania i Marketingu Katolickiego Uniwersytetu Lubelskiego.
- Mazurek-Chwiejczak, M. (2011). Rynek obligacji komunalnych w Polsce. W: J. Szolno-Koguc, A. Pomorska (red.), *Ekonomiczne i prawne uwarunkowania i bariery redukcji deficytu i długu publicznego*. Warszawa: Wolters Kluwer Polska.
- Mosionek-Schweda, M., Panfil, P. (2014). Catalyst jako źródło finansowania działalności jednostek samorządu terytorialnego. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, 802. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, 65*. Szczecin: Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego.
- Podsumowanie IV kwartału i roku na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce* (za lata 2009–2015). Fitch Polska, Rating & rynek.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2013 r.* (2014). Warszawa: Narodowy Bank Polski.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2014 r.* (2015). Warszawa: Narodowy Bank Polski.
- Sobolewski, P., Tymoczko, D. (red.). (2010). *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2009 r.* Warszawa: Narodowy Bank Polski.
- Sobolewski, P., Tymoczko, D. (red.). (2011). *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2010 r.* Warszawa: Narodowy Bank Polski.
- Sobolewski, P., Tymoczko, D. (red.). (2012). *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 r.* Warszawa: Narodowy Bank Polski.
- Sobolewski, P., Tymoczko, D. (red.). (2013). *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2012 r.* Warszawa: Narodowy Bank Polski.
- Ustawa z dnia 8 marca 1990 r. o samorządzie terytorialnym. DzU 1990, nr 16, poz. 95.
- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach. DzU 1995, nr 83, poz. 420.

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. DzU 2005, nr 183, poz. 1538, ze zm.

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych. DzU 2009, nr 157, poz. 1240, ze zm.

Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach. DzU 2015, poz. 238.

www.gpwcatalyst.pl, dostęp 20.06.2016.

## THE DEGREE OF MARKETIZATION OF MUNICIPAL BONDS IN POLAND

**Keywords:** capital market, municipal bonds, Catalyst market

**Summary.** Financing with the use of municipal bonds is gaining in importance, especially regarding implementation investment projects financed from European Union funds. Local government units have the choice of emissions on the market organized and unorganized market. The aim of the article is to examine the degree of marketization of municipal bonds in Poland in the years 2009–2015 by comparing the emissions markets, liquidity analysis and evaluation of the structure of investors. The results indicate a low level of marketization of municipal bonds in Poland, low illiquidity and the dominance of banks among the bondholders.

*Translated by Dominika Kordela*

### Cytowanie

Kordela, D. (2016). Stopień urynkowania obligacji komunalnych w Polsce. *Ekonomiczne Problemy Usług*, 125, 225–236.