

*Maria Jastrzębska*

### EMISJE OBLIGACJI KOMUNALNYCH NA RYNKU KAPITAŁOWYM W POLSCE

Od początku funkcjonowania nowego modelu samorządu terytorialnego jednostki tego samorządu, tj. gminy, powiaty i województwa, borykają się z problemami finansowymi, które mają swoje źródło przede wszystkim w niedokończonych decentralizacji finansów publicznych, w tym w podziale źródeł środków publicznych i kompetencji w zakresie dysponowania środkami publicznymi. Stąd też jednostki samorządu terytorialnego (JST), chcąc nie tylko realizować wydatki bieżące, ale również wydatki na inwestycje samorządowe, muszą korzystać ze zwrotnych źródeł finansowania, o czym świadczy wzrost średniego udziału zadłużenia JST w dochodach ogółem<sup>1</sup> z 9,5% w 1999 r. do 15,4% w 2001 r. Warto przy tym zauważyć, że największy wzrost tego udziału nastąpił w miastach na prawach powiatu, które najwięcej wydają na inwestycje komunalne (zob. tab. 1). Ponadto można stwierdzić, że największy udział w strukturze zadłużenia jedno-

Tab. 1. Udział zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w dochodach ogółem JST w latach 1999–2000 (w %)

Wyszczególnienie	1999	2000	2001
gminy	11,5	14,8	15,4
miasta na prawach powiatu	12,3	17,3	22,0
powiaty ziemskie	0,6	3,0	3,7
województwa	0,7	2,8	6,4
średnio w sektorze JST	9,5	12,9	15,4

tódło: Urbańska 2001, s. 25 oraz sprawozdanie z wykonania budżetów jednostek samorządu terytorialnego za 2001 r.

<sup>1</sup> Środki finansowe pozyskane przez JST w wyniku zaciągania pożyczek i kredytów oraz emisji papierów wartościowych dłużnych zaliczane są do przychodów budżetu JST i stanowią źródło finansowania deficytu budżetu JST, czyli nadwyżki wydatków nad dochodami. tódłami finansowania deficytu budżetu JST są również wpływy z prywatyzacji majątku JST oraz nadwyżki budżetowe z lat poprzednich, a także wolne środki jako nadwyżka środków pieniężnych na rachunku bieżącym JST (rachunku bankowym).

stek samorządu terytorialnego mają zobowiązania gmin; w 1999 r. stanowiły one 60,2% ogółu zobowiązań JST, w 2000 r. – 54,7%, w 2001 r. – 50,9%, w przypadku miast na prawach powiatu – odpowiednio 38,5% i 40,1%, 42,5%. Udział zobowiązań powiatów w strukturze zadłużenia JST był znacznie niższy i w latach 1999–2001 dla tych pierwszych wynosił odpowiednio 0,9% i 4,1%, a dla drugich – odpowiednio 0,4% i 1,1%, 2,3%. O wzroście udziału zadłużenia JST może też świadczyć rosnąca liczba budżetów JST, które zamknęły się w latach 1999–2001 deficytem budżetowym (zob. tab. 2).

Tab. 2. Liczba jednostek samorządu terytorialnego, których budżety zamknęły się nadwyżką lub deficytem budżetowym w latach 1999–2000

Wyszczególnienie	1999				2000				2001			
	G	MnPP	P	W	G	MnPP	P	W	G	MnPP	P	W
liczba JST, których budżety zamknęły się deficytem	1334	43	48	14	1694	58	167	12	1415	49	94	11
liczba JST, których budżety zamknęły się nadwyżką	1091	22	262	2	731	7	141	4	1010	16	214	5
liczba JST z budżetami zrównoważonymi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Uwaga: skrót G oznacza gminę, MnPP – miasto na prawach powiatu, P – powiat, W – województwo samorządowe.

tóło: opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań Ministerstwa Finansów.

Rola emisji obligacji komunalnych jako źródła finansowania deficytu jednostek samorządu terytorialnego stopniowo wzrasta, ale dopiero po zmianie regulacji prawnych, tj. ustawy o obligacjach, w 1995 r. można zaobserwować stopniowy wzrost zainteresowania emisją obligacji komunalnych ze strony władz samorządowych (przede wszystkim w gminach i miastach na prawach powiatu). Znaczący wzrost liczby emitentów, jak również wartości emisji obligacji komunalnych, można było zaobserwować w latach 1998 i 2001. Wciąż jednak jednostki samorządu terytorialnego korzystają przede wszystkim z pożyczek i kredytów, przy czym wzrasta udział zadłużenia z tytułu kredytów bankowych, maleje zaś – kredytów i pożyczek preferencyjnych (zob. tab. 3).

Ograniczony dostęp do informacji o opłacalności emisji obligacji komunalnych powoduje, że jednostki samorządu terytorialnego uznają je za drogi, ryzykowny i nie zawsze opłacalny instrument finansowy. Dla przykładu, zobowiązania jednostek samorządu terytorialnego powstałe w wyniku emisji obligacji stanowiły w 2000 r. 0,3% długu sektora samorządowego, podczas gdy

udział długu sektora samorządowego w długu sektora finansów publicznych ogółem wyniósł 3,3%<sup>2</sup>.

Tab. 3. Struktura zadłużenia gmin w latach 1995–1998 (w %)

Wyszczególnienie	1995	1996	1997	1998
zadłużenie niekomercyjne	67,3	58,2	57,7	36,0
obligacje	0,0	5,9	9,8	16,2
kredyty bankowe	32,7	35,9	32,5	47,8

tóło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań Ministerstwa Finansów.

Wciąż jednak nie ma w Polsce rynku obligacji komunalnych w pełnym tego słowa znaczeniu, gdyż nabywcami obligacji komunalnych są głównie instytucje finansowe, tj. banki, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, a emisje obligacji komunalnych odbywają się przede wszystkim w ofercie niepublicznej. Upublicznienie emisji obligacji komunalnych opłaca się przy emisjach o dużej wartości (około 50–60 mln zł), a wartość przeciętnej emisji obligacji komunalnych wynosi około 12 mln zł, tak więc najwyższe koszty emisji obligacji komunalnych związane są z małymi emisjami. Przeważają obligacje pięcioletnie (rzadko 8–10-letnie). Z reguły zyskowność obligacji komunalnych kształtuje się powyżej oprocentowania proponowanego w banku dla lokat pieniężnych i zazwyczaj nie przekracza oprocentowania proponowanego dla kredytów inwestycyjnych. Na pierwszym miejscu pod względem liczby przeprowadzonych emisji znalazł się bank PKO BP, a na drugim (ale na pierwszym miejscu pod względem wartości przeprowadzonych emisji) jest bank Pekao SA – por. Weber 2001c, s. 24–25. Prawie we wszystkich emisjach obligacji komunalnych o oprocentowaniu zmiennym stawką bazową dla oprocentowania jest średnia rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych z dwóch lub czterech przetargów. Do oprocentowania doliczana jest marża inwestorska, w zależności od terminu wykupu obligacji i rodzaju emitenta, przy czym im dłuższy okres zapadalności, tym większa marża dla inwestorów. W ostatnich latach można zaobserwować spadek wysokości marż wraz ze spadkiem rentowności bonów skarbowych (np. w 1999 r. marże te wynosiły od 1,5 do 2,0%; w roku 2000 od 1,0 do 1,5%, a w 2001 r. od 0,4 do 0,9%), co oznacza, że emisje obligacji komunalnych stają się poszukiwane na rynku. Koszt emisji obligacji komunalnych można oszacować na około 0,8–1,0% wartości emisji, przy czym porównując koszt pozyskania kapitału w formie kredytu i w wyniku emisji obligacji, można stwierdzić, że koszt ten jest niższy w przypadku obligacji komunalnych (od około 0,5 do 2,0%) – por. Pokojska 2000, s. 13–14.

<sup>2</sup> Na koniec 1999 r. zadłużenie JST wyniosło 6187,2 mln zł, tj. 1% PKB. W roku 2000 natomiast zadłużenie to zwiększyło się do 9377,1 mln zł, tj. do 1,4% PKB; wzrost w porównaniu z 1999 rokiem osiągnął 52,0%. Por. Beniowski 2001, s. 65.

W latach 1999–2001 dominowały małe emisje obligacji komunalnych o wartości do 5 mln zł i stanowiły one 42–48% wszystkich emisji, biorąc pod uwagę liczbę przeprowadzonych emisji. Pod względem łącznej wartości wyemitowanych obligacji stanowiły one 5–8%. Na drugim miejscu pod względem liczby (30–26%) oraz wielkości emisji (od 55 do 48%) plasują się emisje obligacji komunalnych – od 10 do 100 mln zł, przy czym ich udział stopniowo maleje w strukturze przeprowadzonych emisji. Natomiast stabilny jest udział obligacji o wartości emisji od 5 do 10 mln zł (według liczby – udział około 23%, a według wartości emisji – udział od 7 do 9% w strukturze dokonanych emisji obligacji komunalnych). Z kolei największe emisje obligacji komunalnych o wartości ponad 100 mln zł stanowiły 30–35% w strukturze przeprowadzonych emisji obligacji komunalnych, a około 4–3% według liczby dokonanych emisji (zob. tab. 4).

Tab. 4. Struktura emisji obligacji komunalnych według liczby i wartości emisji w latach 1999–2001 (w %)

Wyszczególnienie	Emisje do 5 mln zł	Emisje od 5 do 10 mln zł	Emisje od 10 do 100 mln zł	Emisje ponad 100 mln zł
Według liczby emisji				
1999 rok	42,5	23,0	30,5	4,0
2000 rok	47,0	22,5	28,0	2,5
2001 rok	48,0	23,0	26,0	3,0
Według wielkości emisji				
1999 rok	5,0	7,0	55,5	32,5
2000 rok	7,0	8,5	55,0	29,5
2001 rok	8,0	9,0	48,0	35,0

tóło: opracowanie własne na podstawie: Weber 1999, s. 12 i 13; 2001a, s. 22; 2001b, s. 34.

Wśród emitentów obligacji komunalnych na pierwsze miejsce wysuwają się jednostki samorządu terytorialnego z województwa wielkopolskiego, gdyż dotychczas dokonano tam 30 emisji o łącznej wartości 283 mln zł, na drugim miejscu są jednostki samorządu terytorialnego z województwa pomorskiego – 14 emisji o łącznej wartości 276,5 mln zł, a na trzecim – jednostki samorządu terytorialnego z województwa dolnośląskiego – 21 emisji o łącznej wartości 160,6 mln zł (Weber 2002, s. 26). Województwa przodujące pod względem liczby emitentów obligacji komunalnych i wartości przeprowadzonych emisji należą do regionów rozwiniętych gospodarczo i o bogatej infrastrukturze, ponadto odznaczają się wysoką atrakcyjnością inwestowania. Stąd też jednostki samorządu terytorialne-

go, które chcą przyciągać inwestorów krajowych i zagranicznych, zdają sobie sprawę z konieczności realizowania inwestycji infrastrukturalnych, poza tym napływ obcego kapitału rodzi też nowe potrzeby i nowe problemy. Z kolei do ich zaspokojenia i rozwiązania konieczne są pieniądze, a jednostki samorządu terytorialnego, w znacznym stopniu uzależnione pod względem finansowym od szczebla centralnego, nie mają wystarczających środków własnych nie tylko na realizację inwestycji, ale nawet na pokrycie wydatków bieżących. Stąd też ich potrzeby pożyczkowe.

Jednostki samorządu terytorialnego sięgają do instrumentów zwrotnego finansowania i już coraz częściej zaciągają dług, emitując obligacje komunalne, chociaż nadal udział tego źródła finansowania deficytu budżetu jednostki samorządu terytorialnego nie jest znaczący<sup>3</sup>. Obligacje komunalne w latach 1997–2001 stanowiły 7–10% wszystkich papierów wartościowych dłużnych wyemitowanych na polskim rynku kapitałowym oraz 25–35% rynku obligacji pozaskarbowych. W roku 2001 można było zaobserwować istotny wzrost emisji obligacji komunalnych zarówno pod względem liczby przeprowadzonych emisji – wzrost z 63 na koniec 1999 r. do 89 emisji na koniec 2000 r. i 149 emisji na koniec 2001 r. (emisje obligacji komunalnych przeprowadziły 123 gminy, 24 powiaty i 2 województwa), jak również pod względem wartości emisji – wzrost z 653,3 mln zł w 1999 r. do 859,6 mln zł w 2000 r. i do 1628,6 mln zł w 2001 r., czyli w 2001 r. w porównaniu z rokiem 2000 według liczby nastąpił wzrost o 64,0%, a według wartości przeprowadzonych emisji o 89,5% (por. tab. 5).

Tab. 5. Rynek obligacji komunalnych w Polsce w latach 1997–2001

Wyszczególnienie	1997	1998	1999	2000	2001
wartość rynku obligacji komunalnych w mln zł	296,9	526,1	653,6	859,6	1628,6
udział obligacji w rynku papierów dłużnych w %	8,7	7,0	7,1	5,8	9,8
liczba emitentów	28	40	53	89	149
wzrost wartości obligacji komunalnych w %	–	77,2	24,2	31,5	89,5

tóło: dane CERA SA (Central European Rating Agency; obecnie pod nazwą Fitch Polska SA).

Wyczerpujące się źródła pozyskania środków finansowych w formie pożyczek preferencyjnych, na przykład z funduszy celowych czy kredytów preferencyjnych z Banku Ochrony Środowiska, oraz problem deficytu budżetu państwa i tym samym konieczność ograniczenia środków w formie przekazywanych dotacji ce-

<sup>3</sup> Dla przykładu w 1999 r. źródłami pokrycia deficytu miast na prawach powiatu były: kredyty zaciągane w bankach, tj. 45,2%, pożyczki – 36,1%, nadwyżka budżetu z lat ubiegłych – 9,5%, środki ze sprzedaży wyemitowanych papierów wartościowych – 7,3%; wpływy z prywatyzacji majątku – 1,9%. W przypadku gmin: kredyty – 38,3%, pożyczki – 39,5%, nadwyżka z lat ubiegłych – 17,1%, emisja obligacji – 4,5%, wpływy z prywatyzacji majątku gminy – 0,6%. Por. Weber 2000a, s. 12.

lowych na inwestycje, a także wciąż dosyć wysokie oprocentowanie kredytów komercyjnych sprawiają, że rola obligacji komunalnych jako źródła finansowania inwestycji komunalnych powinna nadal wzrastać. Warto więc wskazać, jakie warunki winny być spełnione, aby rynek obligacji komunalnych mógł się rozwijać, i jakie czynniki hamują rozwój tego rynku.

**Warunki rozwoju rynku obligacji komunalnych w Polsce:**

1. powstanie nowej i stabilnej ustawy o dochodach JST,
2. ułatwienie emisji obligacji komunalnych w obrocie publicznym,
3. podjęcie działań w kierunku zwiększenia płynności rynku obligacji komunalnych,
4. zmiana budżetu jednostki samorządu terytorialnego z rocznego na wieloletni,
5. oddzielenie budżetu operacyjnego (bieżącego) od budżetu inwestycyjnego (kapitałowego),
6. poszukiwanie innych metod ustalania oprocentowania (nie tylko opartych na rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych),
7. wprowadzenie możliwości emisji obligacji komunalnych z kapitalizacją odsetek lub z dyskontem,
8. wprowadzenie możliwości rolowania długu jednostek samorządu terytorialnego,
9. podjęcie przez banki emisji obligacji przychodowych,
10. wykorzystanie operacji sekurytyzacji aktywów do finansowania przedsięwzięć komunalnych (na bazie posiadanych aktywów emitowane są obligacje sekurytyzacyjne)<sup>4</sup>.

**Czynniki hamujące rozwój rynku obligacji komunalnych w Polsce:**

1. złożona procedura prawna związana zarówno z przeprowadzeniem emisji obligacji, jak i jej uplasowaniem na rynku publicznym,
2. brak profesjonalnych agencji konsultingowych zajmujących się emisją obligacji komunalnych,
3. w ofercie niepublicznej brak rozproszenia nabywców – mała liczba inwestorów, z reguły są nimi banki organizujące emisję; kupują one często całość emisji do swoich portfeli aktywów, co jest niekorzystne dla rozwoju rynku pierwotnego, a na rynku wtórnym powoduje niską płynność,
4. niska aktywność funduszy inwestycyjnych i emerytalnych na rynku obligacji komunalnych,

<sup>4</sup> Sekurytyzacja polega na przekształceniu posiadanych przez dany podmiot aktywów w papiery wartościowe zbywane na rynku finansowym. Sprzedający aktywa (aranżer), który zamierza pozyskać kapitał, wyodrębnia pakiet jednorodnych aktywów, aby sprzedać je specjalnemu przedsiębiorstwu. Sprzedawane aktywa reprezentują prawo do należności, płatnych w przyszłości. Specjalne przedsiębiorstwo, które prawnie nabyło te należności, emituje na ich podstawie papiery wartościowe zbywane na rynku finansowym. Takie papiery wartościowe nazywane są ABS – *asset backed securities*. Inwestorzy nabywający ABS otrzymują zwrot zaangażowanego kapitału z realizacji należności sprzedanych przez aranżera. ABS oceniane są przez wyspecjalizowane agencje, a spłata roszczeń wierzycieli jest zabezpieczona odpowiednią gwarancją (Krzyżkiewicz, Jaworski, Puławski 1998, s. 540).

5. nieznajomość korzyści i kosztów obligacji przychodowych – ich wprowadzenie do obrotu powinno przyczynić się do rozwoju rynku obligacji komunalnych.

Najbardziej aktywne na rynku obligacji komunalnych, spośród jednostek samorządu terytorialnego, są miasta na prawach powiatu (zob. tab. 6). To właśnie one dokonują największych emisji pod względem wartości. Stąd też udział ich zobowiązań z tytułu emisji obligacji komunalnych stanowił w latach 1999–2000 od 18 do 21% ogółu zobowiązań miast na prawach powiatu, przy czym udział zobowiązań gmin i powiatów ziemskich z tytułu emisji obligacji komunalnych stanowił ponad 5% ich zobowiązań ogółem. Niektóre miasta na prawach powiatu wystąpiły do międzynarodowych agencji ratingowych o przyznanie oceny ratingowej emitowanych przez nie obligacji (zob. tab. 7).

Ponieważ w Polsce dominują emisje zamknięte (kierowane do maksimum 300 osób) i słabo rozwinięty jest rynek obligacji komunalnych, przede wszystkim z uwagi Tab. 6. Struktura zobowiązań jednostek samorządu terytorialnego w latach 1999–2000 (w %)

Wyszczególnienie	1999				2000			
	G	MnPP	P	W	G	MnPP	P	W
emisja papierów wartościowych	5,3	21,0	0,0	0,0	5,3	17,8	5,2	0,0
kredyty i pożyczki	87,1	74,9	64,0	73,3	83,4	75,6	44,7	74,4
przyjęte depozyty	1,4	0,9	9,5	0,0	2,5	1,6	2,3	0,4
wymagalne zobowiązania*	6,2	3,2	26,5	26,7	8,8	5,0	47,8	25,2

Uwaga: wymagalne zobowiązania to zobowiązania z tytułu: zakupów towarów i usług, składek na ubezpieczenia społeczne i na Fundusz Pracy, udzielonych poręczeń i gwarancji.

tódló: opracowanie własne na podstawie sprawozdań Ministerstwa Finansów.

Tab. 7. Oceny ratingowe miast na prawach powiatu

Miasto	Agencja	Ocena	Zasięg oceny
Gdańsk	Standard & Poor's	BBB	międzynarodowa
Kraków	Standard & Poor's	BBB	międzynarodowa
Łódź	Standard & Poor's	BBB	międzynarodowa
Szczecin	Standard & Poor's FITCH IBCA	BBB	międzynarodowa
Wrocław	Standard & Poor's	BBB	międzynarodowa
Ostrów Wielkopolski	CERA	A-	krajowa
Tychy	CERA	AA-	krajowa
Żory	CERA	BBB	krajowa

tódló: Puchalski, Solarz 1999, s. 20.

na podmioty inwestujące w tego rodzaju papiery wartościowe (głównie banki), stąd też znaczenie ocen ratingowych jest znikome. Odgrywają one oczywiście istotną rolę w przypadku emisji obligacji komunalnych na międzynarodowym rynku kapitałowym czy też eurorynku. Jednak wraz z rozwojem emisji obligacji komunalnych w obrocie publicznym oraz poszerzającym się kręgiem potencjalnych inwestorów lokujących swoje nadwyżki finansowe w obligacje komunalne (przede wszystkim dzięki wzrostowi zainteresowania ze strony funduszy inwestycyjnych i funduszy emerytalnych oraz osób fizycznych – zwłaszcza członków danej wspólnoty samorządowej, która emituje obligacje) rola ratingu i posiadania przez emitentów obligacji komunalnych ocen ratingowych powinna wzrosnąć.

Jednostki samorządu zależne są od rynku kapitałowego w zakresie pozyskiwania funduszy potrzebnych szczególnie na przedsięwzięcia inwestycyjne o znacznej skali, jak również w celu zaspokojenia potrzeb związanych z utrzymaniem płynności finansowej. Zarówno polski rynek kapitałowy, a w tym rynek papierów wartościowych dłużnych, jak również sposób korzystania z tego rynku przez samorząd terytorialny, podlegają wciąż zmianom, raczej ewolucyjnym niż gwałtownym, tak jak dokonują się zmiany w polskiej gospodarce. Ponadto zmieniają się cele pożyczania pieniędzy przez samorząd terytorialny, również zmienia się prawo podatkowe i inne regulacje prawne, które mają wpływ na finanse samorządu terytorialnego. Wybór instrumentów zwrotnego finansowania nie jest łatwy, a skutki tego wyboru mają istotny wpływ na przyszłą sytuację finansową jednostki samorządu terytorialnego. Z pewnością dokonanie właściwego wyboru będzie łatwiejsze po określeniu przyczyn, skutków i ograniczeń zadłużania się przez daną jednostkę oraz czynników wyboru instrumentów zwrotnego finansowania, czyli pożyczek i kredytów preferencyjnych oraz komercyjnych, a także emisji obligacji komunalnych.

Zdecydowanie ponad połowa inwestycji komunalnych w Polsce finansowana jest wciąż ze środków własnych jednostek samorządu terytorialnego, które tym samym nie zadłużają się na wielką skalę. Jednak bez zadłużania się jednostki te nie będą w stanie nadrobić wieloletnich zaległości w dziedzinie infrastruktury. Stąd też pozyskiwanie środków na finansowanie tych inwestycji ze zwrotnych źródeł finansowania jest dla nich koniecznością. Pozostaje jednak problem doboru instrumentu zwrotnego finansowania, przy czym jednostki samorządu terytorialnego, dokonując takiego wyboru, powinny kierować się następującymi kryteriami: potrzeb inwestycyjnych zależnych od rodzaju zadania i poziomu środków finansowych niezbędnych do jego zrealizowania; bieżącej i prognozowanej kondycji finansowej JST (zdolności do obsługi długu); elastyczności źródła finansowania; poziomu kosztu pozyskania kapitału oraz ryzyka wykorzystania danego źródła finansowania zwrotnego; warunków stawianych przez pożyczkodawców (na przykład dotyczących zabezpieczeń, okresów i terminów spłaty); oferty rynku finansowego co do instrumentów dłużnych. Biorąc pod uwagę wyżej wymienione kryteria, można wskazać, dlaczego jednostki samorządu terytorialnego w Polsce w coraz szerszym zakresie korzystają i korzystać powinny z emisji



obligacji komunalnych<sup>5</sup>, ponieważ: niższe są koszty pozyskania kapitału (niższa prowizja i niższe oprocentowanie); odsetki od obligacji płacone są w okresach rocznych, a w przypadku kredytu – co miesiąc albo co kwartał; nie ma konieczności ustanawiania zabezpieczenia; krótki jest czas pozyskania środków; występuje karencja w spłacie kapitału (do wygaśnięcia danej serii emisji obligacji komunalnych płacone są tylko odsetki); elastyczność programu emisji dostosowana jest do potrzeb inwestycyjnych i zdolności kredytowej emitenta; występuje efekt promocyjny (przede wszystkim w przypadku emisji w obrocie publicznym); występują korzyści społeczne, tj. zainteresowanie mieszkańców sprawami emitenta, czyli danej JST (Kowalik 1999, s. 22; Weber 2000b, s. 6; Urbanowicz 2001, s. 24).

### Literatura

- Beniowski J., 2001, „Jak zadłużyć się samorząd”, *Bank*, nr 2.
- Kowalik F., 1999, „Pożegnajmy kredyt”, *Gazeta Bankowa*, nr 9.
- Krzyżkiewicz Z., Jaworski W.L., Puławski M., 1998, *Leksykon bankowo-gieldowy*, Warszawa: Poltext.
- Pokojska M., 2000, „Komu potrzebne obligacje komunalne”, *Gazeta Bankowa*, nr 13.
- Puchalski K., Solarz S., 1999, „Ocena ratingów komunalnych”, *Finanse Komunalne*, nr 6.
- Urbanowicz R., 2001, „Kredyt czy obligacja”, *Gazeta Samorządu i Administracji*, nr 17.
- Urbańska W., 2001, „Zadłużenie jednostek samorządu w latach 1999 i 2000”, *Wspólnota*, nr 42.
- Weber M., 1999, „Rynek obligacji komunalnych”, *Wspólnota*, nr 37.
- Weber M., 2000a, „Dostawcy mogą poczekać. Zadłużenie JST w 1999 roku”, *Wspólnota*, nr 37.
- Weber M., 2000b, „Kredyt czy obligacje”, *Wspólnota*, nr 13.
- Weber M., 2000c, „Od kogo gminy pożyczają pieniądze”, *Wspólnota*, nr 46.
- Weber M., 2000d, „Rynek obligacji komunalnych 2000”, *Wspólnota*, nr 42.
- Weber M., 2001a, „Coraz więcej emisji. Obligacje komunalne”, *Wspólnota*, nr 48.
- Weber M., 2001b, „Małe emisje górą. Rynek obligacji komunalnych 2000”, *Wspólnota*, nr 6.
- Weber M., 2001c, „Więcej emitentów. Rynek obligacji komunalnych”, *Wspólnota*, nr 31.
- Weber M., 2002, „Wzrost zainteresowania. Rynek obligacji komunalnych w 2001 roku”, *Wspólnota*, nr 9.

<sup>5</sup> Pieniądze uzyskane z emisji obligacji w 2000 roku zostały przeznaczone przede wszystkim na: budowę sieci wodociągów (32,10%), oświatę i wychowanie (11,40%), kanalizację (10,53%), komunikację miejską (8,77%), drogi (8,77%), mieszkania socjalne (5,26%), obiekty sportowe (7,89%), oczyszczanie ścieków (6,51%), inne cele, np. składowanie i utylizację odpadów stałych, ciepłownictwo, infrastrukturę techniczną terenu (8,77). Por. Weber 2000c, s. 6; 2000d, s. 22.