

Andrzej Bogus^{*}, Monika Marcinkowska^{**}

INSTRUMENTY DŁUŻNE JAKO DŹWIGNIA FINANSOWA ROZWOJU GMIN

1. Wprowadzenie

Przynależność Polski do struktur Unii Europejskiej daje możliwość korzystania z funduszy unijnych w finansowaniu zadań publicznych. Jednakże zasada prefinansowania inwestycji i refundowania już poniesionych wydatków nakłada na beneficjentów tej pomocy zadanie szerszego spojrzenia na zarządzanie finansami. Wymaga to często tworzenia planów średnio- lub długoterminowych. Konieczne jest także stworzenie systemu finansowania projektów opartych na środkach własnych i pożyczonych. Pożądane jest przy tym zapewnienie równowagi finansowej budżetu w szerszym ujęciu, tj. równowagi przychodów i rozchodów budżetowych (a nie jedynie dochodów i wydatków)¹. Szczególnych trudności nastroczają projekty realizowane w okresie kilku lat. Wymagają one uprzedniego zaangażowania środków, które zostaną zrefundowane po zakończeniu i rozliczeniu projektu, co wiąże się z uwzględnieniem ich w budżetach poszczególnych lat, podczas gdy zasady gospodarki finansowej muszą być dopełnione w każdym momencie, a kompetencje organów wykonawczych jednostek samorządu terytorialnego (dalej: jst) dotyczą tylko jednego roku budżetowego².

Zagadnienia te każą baczniej przyjrzeć się kwestii wykorzystania zobowiązań w zarządzaniu finansami jednostek samorządu terytorialnego. W przypadku tych podmiotów terminy „dług”, „zadłużenie” mają często zabarwienie pejoratywne; instrumentów dłużnych nie postrzega się jako narzędzi, które mogą

^{*} Dr, Zakład Finansów i Rachunkowości Banków Uniwersytetu Łódzkiego.

^{**} Prof. nadzw. dr hab., Zakład Finansów i Rachunkowości Banków, Uniwersytetu Łódzkiego.

¹ B. Filipiak (red.), *Finanse samorządowe. Zadania, ćwiczenia, case study*, Wyd. Naukowe US, Szczecin 2003, s. 44.

² W związku z tym postulowane jest zwiększenie kompetencji organu wykonawczego w zakresie projektów realizowanych ze środków zagranicznych. M. Dylewski, *Równowaga finansowa jednostek samorządu terytorialnego w warunkach realizacji projektów finansowych środkami bezzwrotnymi*, [w:] K. Piotrkowska-Marczak, K. Kietlińska (red.), *Harmonizacja finansów publicznych w skali narodowej i europejskiej*, Difin, Warszawa 2007, s. 573.

korzystnie wpływać na ich kondycję finansową. Popularyzacji korzystania przez jst z obcego finansowania nie sprzyjają także regulacje prawne, nakładające limity, których konstrukcja w istocie nie pozwala na efektywne zarządzanie finansami jst ani na kontrolę ich stanu przez uprawnione podmioty.

W niniejszym artykule stawiamy wszelako tezę, że **instrumenty dłużne mogą być efektywnym narzędziem w zarządzaniu finansami jednostek samorządu terytorialnego, sprzyjającym realizacji ich zadań i rozwojowi**. Sądzymy, że ich wykorzystanie będzie rosnąć, czemu posłuży wzrost świadomości ekonomicznej władz lokalnych, wzrost zainteresowania banków i innych pośredników finansowania jst, jak również zmiana regulacji prawnych. W opracowaniu skoncentrujemy się na gminach, jednak wnioski mogą być rozciągnięte na wszystkie szczeble samorządu terytorialnego.

2. Dźwignia finansowa w przedsiębiorstwie

Z dźwignią finansową mamy do czynienia wówczas, gdy przedsiębiorstwo finansuje swój majątek nie tylko kapitałem własnym, ale także kapitałami obcymi (zobowiązaniami). W przypadku korzystania z kapitałów obcych może być osiągana wyższa rentowność kapitałów własnych aniżeli w przypadku finansowania działalności wyłącznie kapitałami własnymi. Rentowność kapitałów własnych przewyższa rentowność aktywów tylokrotnie, ilokrotnie aktywa przewyższają kapitały własne³. Jeśli zatem przedsiębiorstwo może zaciągnąć zobowiązania, dzięki zastosowaniu których zysk co najmniej nie obniży się (a zatem wzrośnie co najmniej w takim stopniu, by pokryć odsetki od nowych zobowiązań), wówczas warto pozyskać takie kapitały obce.

Stopień dźwigni finansowej (*degree of financial leverage*) jest miarą wrażliwości zysku netto (zysku na akcję, rentowności kapitałów własnych) na zmiany zysku operacyjnego – jest definiowany jako procentowa zmiana zysku na akcję (ewentualnie zysku netto lub rentowności kapitałów własnych) w relacji do procentowej zmiany zysku operacyjnego⁴.

Określając politykę kształtowania struktury kapitału, przedsiębiorstwo musi doprowadzić do kompromisu między ryzykiem i zyskiem. Większe zadłużenie zwiększa bowiem ryzyko osiąganego dochodu, z drugiej jednak strony wyższy współczynnik zobowiązań prowadzi zwykle do wyższej oczekiwanej stopy zwrotu⁵.

³ Relacja aktywów do kapitałów własnych jest często nazywana mnożnikiem dźwigni.

⁴ J. Gajdka, E. Walińska, *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, FRRwP, Warszawa 1998, t. 1, s. 284 i n.

⁵ E. F. Brigham, *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 1996, t. 2, s. 168.

Korzystanie z obcych źródeł finansowania może być dla przedsiębiorstwa korzystne z kilku powodów. Po pierwsze, z reguły dostępność własnych źródeł finansowania jest ograniczona; zaciągnięcie zobowiązań daje zatem możliwość finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych (a także bieżących potrzeb) bez konieczności oczekiwania na wygenerowanie kapitału wewnętrznego (np. zysków zatrzymanych). Po drugie, kapitały obce są z reguły tańsze od kapitałów własnych, z uwagi na fakt, że wierzyciel ponosi niższe ryzyko niż właściciel (niższa jest zatem premia za ryzyko uwzględniana w cenie kapitału). Ponadto w przypadku zobowiązań występuje efekt tarczy podatkowej (koszty obsługi długu pomniejszają podstawę opodatkowania, natomiast koszt kapitału własnego – jako kategoria konceptualna – nie).

W teorii i praktyce finansów wskazuje się także na zależność między strukturą kapitałową a wartością przedsiębiorstwa – wartość przedsiębiorstwa finansującego się kapitałami obcymi jest wyższa od wartości przedsiębiorstwa samofinansującego się. Konieczne jest tu wszelako włączenie do analiz maksymalnej pojemności zadłużeniowej podmiotu, uwzględniającej koszty bankructwa⁶.

Podstawowymi czynnikami decydującymi o wyborze źródeł kapitału są: dostępność kapitałów i ich koszt, ryzyko działalności gospodarczej, obciążenia podatkowe, finansowa elastyczność, konserwatyzm lub agresywność kierownictwa, wielkość przedsiębiorstwa (wiąże się to z kosztami bankructwa), struktura aktywów, charakter produktów, charakter sprzedaży (m. in. sezonowość), etap rozwoju i stopa wzrostu przedsiębiorstwa, poziom rentowności sprzedaży, opinie pożyczkodawców, struktura własności i własne cele właścicieli oraz zarządu, warunki na rynku kapitałowym i sytuacja gospodarcza, sytuacja na rynku i w branży⁷.

W analizie zobowiązań przedsiębiorstwa uwzględnia się m. in. wskaźniki⁸:

– wypłacalności – w tym: struktury finansowania, poziomu zadłużenia (jaką część pasywów stanowią kapitały obce, ile kapitału obcego obciąża kapitał własny) i możliwości obsługi długu (jakie jest zabezpieczenie obsługi długu zyskiem i przepływami pieniężnymi, jakie jest zabezpieczenie finansowania aktywów operacyjnych),

– płynności – wskazujący możliwość terminowej obsługi zobowiązań.

⁶ Więcej: J. Gajdka, *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wyd. UŁ, Łódź 2002.

⁷ Więcej: tamże, s. 295–311; E.F. Brigham, *Podstawy zarządzania finansami*, s. 168–169; B. Wersty, *Podstawy analizy zarządzania kapitałem w organizacjach gospodarczych*, Wyd. AE we Wrocławiu, Wrocław 1993, s. 27–28; M. Jerzemowska, *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, PWN, Warszawa 1999, s. 52–53.

⁸ Obszerniej: D. Wędzki, *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, Wolters Kluwer, Kraków 2006.

3. Prawne uwarunkowania zadłużenia gmin

Generalne zasady zarządzania finansowego odnoszące się do podmiotów gospodarujących mogą być z powodzeniem przeniesione do sektora finansów publicznych (choć, rzecz jasna, nie odnajdziemy analogii do wszystkich szczegółowych rozwiązań). Współcześnie bowiem postuluje się „ekonomizację” sektora publicznego, mającą na celu zwiększenie społecznej użyteczności środków finansowych⁹. Popularyzowane są zasady „władztwa publicznego” (*public governance* lub *government governance*), sięgające do wzorców biznesowych (zasad zarządzania podmiotami gospodarczymi) i akcentujące odpowiedzialność¹⁰. Koncepcja ta łączy postulaty „Nowego Zarządzania Publicznego” (*New Public Management – NPM*) i zasady władztwa korporacyjnego, akcentując konieczność ponoszenia przez organizacje sektora publicznego odpowiedzialności wobec interesariuszy (w najszerszym rozumieniu – społeczeństwo) za realizowane działania i wykorzystywane zasoby. Wdrożenie zasad władztwa umożliwia tworzenie zdrowego, stabilnego sektora publicznego, efektywnie i wydajnie działającego na rzecz swych obywateli. Podejście to akcentuje bowiem m. in. konieczność koncentracji na efektach w kategoriach wydajności, efektywności i jakości usług oraz na poszukiwaniu bardziej efektywnych kosztowo rozwiązań. Współcześnie zatem obserwujemy ewolucję podejścia do gospodarowania środkami przez jednostki sektora finansów publicznych.

Regulacje dotyczące gospodarki finansowej – w tym zagadnienia dotyczące zadłużenia – jednostek samorządu terytorialnego zawarte są w ustawie o finansach publicznych¹¹. Ustawa ta przewiduje możliwość zaciągania kredytów i pożyczek oraz emisji papierów wartościowych na pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu jst¹², finansowanie planowanego deficytu budżetu jst oraz spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych, a także zaciągniętych pożyczek i kredytów.

Ustawa wprowadza ograniczenia będące normami ostrożnościowymi. Po pierwsze, łączna kwota długu jst nie może przekroczyć 60% osiągniętych dochodów ogółem tej jednostki w danym roku budżetowym. Dodatkowy limit

⁹ Modernizacja tego sektora powinna być osiągnięta poprzez wzmocnienie roli programowania budżetowego w zarządzaniu sektorem, zwiększenie przejrzystości i odpowiedzialności w działalności jednostek sektora publicznego i zastosowanie mechanizmów rynkowych, wprowadzających konkurencję. S. Owsiak, *O nowatorskie podejście do sektora publicznego*, [w:] S. Owsiak (red.), *Nauki finansowe wobec współczesnych problemów gospodarki polskiej*, t. 1, *Finanse publiczne*, Wyd. AE w Krakowie, Kraków 2004, s. 25–26.

¹⁰ M. Marcinkowska, *Władztwo publiczne – jak wdrożyć zasady corporate governance w sektorze publicznym?*, „Acta Universitatis Lodzensis” 2006, Folia Oeconomica 197.

¹¹ Ustawa z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych, DzU, nr 249, poz. 2104, ze zm.

¹² Zobowiązania te podlegają spłacie lub wykupowi w tym samym roku, w którym zostały zaciągnięte lub wyemitowane.

odnosi się do kwot związanych z obsługą zadłużenia: wydatki na spłatę kredytów i pożyczek, wykupienie papierów wartościowych, wypłatę odsetek i dyskonta oraz wydatki związane z potencjalną spłatą kwot wynikających z udzielonych przez jst poręczeń oraz gwarancji nie mogą przekroczyć 15% planowanych na dany rok budżetowy dochodów jednostki samorządu terytorialnego. Obowiązuje przy tym zasada, że jst mogą zaciągać wyłącznie takie zobowiązania, których koszty obsługi ponoszone są co najmniej raz do roku, przy czym niedopuszczalna jest kapitalizacja odsetek, a dyskonto od emitowanych papierów wartościowych nie może przekraczać 5% wartości nominalnej. Zarówno limit poziomu zadłużenia, jak i jego obsługi ulegają zmniejszeniu w przypadku przekroczenia norm ostrożnościowych określonych dla wskaźnika relacji państwowego długu publicznego do PKB. Obydwa ograniczenia nie mają zastosowania do środków pomocowych (UE i EFTA), dzięki czemu regulacje nie hamują absorpcji tych funduszy.

Obowiązujące regulacje są przedmiotem krytyki. Oczywiście nie ulega wątpliwości, że konieczne jest ograniczanie i kontrolowanie przez państwo wysokości zadłużenia samorządów terytorialnych, jednak ograniczenia te mogą przybierać różne formy¹³. Obecnie obowiązujące regulacje wprowadzają limity zadłużenia jednolite dla wszystkich jednostek, abstrahując od ich indywidualnej sytuacji. Tym samym nie stanowią one efektywnego narzędzia kontroli zadłużenia jst i zarządzania długiem publicznym. Po pierwsze, określone w ustawie limity nie odnoszą się do zdolności kredytowej jednostek – są jednakowe dla tych podmiotów, które generują nadwyżkę, jak i dla jednostek deficytowych, nie uwzględniają posiadanego majątku (potencjalnych zabezpieczeń). Brak odniesienia do wydatków i koncentracja jedynie na dochodach nie tylko nie określa możliwości zadłużenia się jst, ale nie stanowi także motywacji do lepszego zarządzania jej wynikiem. Ponadto konstrukcje wskaźników odnoszą się do dochodów ogółem, a zatem uwzględniają dochody jednorazowe i nietypowe (np. dochody kapitałowe, dochody ze sprzedaży majątku), co może prowadzić do zniekształceń (a nawet manipulacji)¹⁴. Obydwa wskaźniki odnoszą się wyłącznie

¹³ Więcej: M. Kosek-Wojnar, *Dylematy wyznaczania granic zadłużania się jednostek samorządu terytorialnego*, [w:] S. Owsiak (red.), *Nauki finansowe wobec...*, s. 335.

¹⁴ Agencja Fitch proponuje uwzględnienie we wskaźniku dochodów operacyjnych lub bieżących jako tych strumieni, które mają charakter powtarzalny. W analizach międzynarodowych Fitch Ratings stosuje wskaźnik wartości zadłużenia w relacji do dochodów bieżących (czyli dochodów z podatków i opłat lokalnych powiększonych o transfery bieżące oraz odsetki). W podejściu Fitch wskaźnik zobowiązań do dochodów polskich jst wyniósł po III kwartale 2008 r. ok. 21% (Fitch Ratings, *European Local and Regional Governments Outlook 2009*, „International Public Finance”, 17.12.2008) wobec wskaźnika liczonego do planowanych dochodów ogółem na poziomie 15,5% i 15% bez uwzględnienia związanego z programami unijnymi (Ministerstwo Finansów, *Wykonanie budżetów jednostek samorządu terytorialnego za 3 kwartały 2008 r.*, Warszawa, listopad 2008).

do wymienionych w ustawie rodzajów długu, nie biorąc pod uwagę innych zobowiązań (np. bieżących – wynikających z tytułu zakupu towarów i usług, z tytułu umów leasingu, z tytułu składek na ubezpieczenia społeczne i Fundusz Pracy). Tym samym kwoty zadłużenia z pozostałych tytułów mogą znaleźć się poza kontrolą i rodzić problemy w bieżącym zarządzaniu budżetem jst. Jakkolwiek nie są to kwoty, które mogłyby zachwiać budżetem gminy (nie zawyżają znacząco ogólnego wskaźnika zadłużenia, nie powodują zatem problemów z wypłacalnością), jednak przyjmując punkt widzenia całościowego zarządzania finansami, mogą one być istotne w kontekście zachowania płynności.

Zarówno literatura przedmiotu, jak i samorządy postulują zindywidualizowane określanie limitu zadłużenia, uzależnione od sytuacji danej jednostki samorządu terytorialnego. W tym kierunku zmierza nowelizacja ustawy o finansach publicznych¹⁵, rezygnując z limitu kwoty zadłużenia oraz modyfikując limit odnoszący się do kwot wydatkowanych na obsługę zadłużenia. Projekt nowej ustawy wprowadza mianowicie limit relacji rocznych wydatków związanych z obsługą zadłużenia do planowanych dochodów ogółem na poziomie uśrednionej relacji nadwyżki operacyjnej do dochodów z trzech ostatnich lat¹⁶ (dzięki temu gorsze wyniki jednego roku nie wpłyną drastycznie na możliwości zadłużania się jst).

Jak podkreśla się w uzasadnieniu ustawy, nowa konstrukcja wskaźnika znosi ograniczenia wiążące jednostki samorządu terytorialnego o znacznym potencjale rozwojowym (dla których zaciąganie nawet dość znacznych zobowiązań finansowych może być instrumentem bezpiecznej polityki rozwojowej), a przy tym dyscyplinuje jednostki, które mają wysokie obciążenie dochodów spłatami zobowiązań, co nakazuje dużą ostrożność przy zaciąganiu nowych kredytów i pożyczek.

¹⁵ *Rządowy projekt ustawy o finansach publicznych*, druk sejmowy nr 1181 (wpłynął do Sejmu 20.10.2008).

¹⁶ Limit to średnia arytmetyczna z ostatnich trzech lat relacji dochodów bieżących, powiększonych o dochody ze sprzedaży majątku oraz pomniejszonych o wydatki bieżące, do dochodów ogółem budżetu:

$$\left(\frac{R+O}{D} \right)_n \leq \frac{1}{3} \times \left(\frac{Db_{n-1} + Sm_{n-1} - Wb_{n-1}}{D_{n-1}} + \frac{Db_{n-2} + Sm_{n-2} - Wb_{n-2}}{D_{n-2}} + \frac{Db_{n-3} + Sm_{n-3} - Wb_{n-3}}{D_{n-3}} \right), \text{ gdzie:}$$

R – planowana na rok budżetowy łączna kwota spłaty rat kredytów i pożyczek oraz wykupów papierów wartościowych; O – planowane na rok budżetowy odsetki od kredytów i pożyczek, odsetki i dyskonto od papierów wartościowych oraz spłaty kwot wynikających z udzielonych poręczeń i gwarancji; D – dochody ogółem budżetu w danym roku budżetowym; Db – dochody bieżące; Sm – dochody ze sprzedaży majątku; Wb – wydatki bieżące; n – rok budżetowy, na który ustalana jest relacja; $n-1$ – rok poprzedzający rok budżetowy, na który ustalana jest relacja; $n-2$ – rok poprzedzający rok budżetowy o dwa lata; $n-3$ – rok poprzedzający rok budżetowy o trzy lata.

Innym obszarem krytyki istniejących regulacji jest uwzględnienie krótkiego (jedynie rocznego) horyzontu czasowego. Jest to szczególnie niebezpieczne w obliczu planowania inwestycji w okresach dłuższych niż rok. Ten problem powinien zostać zniwelowany po wprowadzeniu nowej ustawy o finansach publicznych¹⁷, w której przewiduje się tworzenie „wieloletnich prognoz finansowych jst”, obejmujących przedsięwzięcia przyjęte do realizacji i planowane w okresie roku budżetowego i co najmniej trzech kolejnych lat¹⁸. Wymagana jest oczywiście zgodność wartości przyjętych w wieloletniej prognozie finansowej i budżecie jst.

4. Dźwignia finansowa w jst

Instrumenty dłużne mogą być z powodzeniem wykorzystane w zarządzaniu finansami jednostek samorządu terytorialnego. Chodzi tu nie tylko o działania związane z doraźnym (pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu) lub zaplanowanym pokrywaniem ujemnych różnic między dochodami i wydatkami jst (finansowanie planowanego deficytu budżetu). Podobnie jak to dzieje się w jednostkach gospodarczych, dług powinien być wykorzystywany w sposób zaplanowany, m. in. do finansowania inwestycji (w szczególności wyprzedzającego finansowania działań realizowanych ze środków z budżetu Unii Europejskiej), a także zamiany wcześniej zaciągniętych zobowiązań (z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów) na instrumenty o lepszych warunkach (wysokość lub formuła oprocentowania, terminy płatności, waluta itd.). Należy podkreślić, że samo występowanie długu w bilansie jst nie powinno stanowić sygnału negatywnego; korzystanie z pożyczonych środków nie świadczy bowiem o trudnościach finansowych¹⁹. Procesy gospodarcze i finansowe przebiegają nierytmicznie, co prowadzi do niedostosowania wpływu środków (np. z podatków, subwencji) do potrzeb wydatkowych władz. Niezbędne jest zatem korzystanie ze

¹⁷ *Rządowy projekt ustawy o finansach publicznych...*

¹⁸ Wieloletnia prognoza finansowa powinna być realistyczna i uwzględniać dla każdego roku m. in. dochody bieżące oraz wydatki bieżące budżetu jednostki samorządu terytorialnego, w tym obsługę długu, gwarancje i poręczenia; dochody majątkowe, w tym dochody ze sprzedaży majątku oraz wydatki majątkowe budżetu jednostki samorządu terytorialnego; przychody i rozchody budżetu jednostki samorządu terytorialnego, z uwzględnieniem długu zaciągniętego oraz planowanego do zaciągnięcia; kwotę długu jednostki samorządu terytorialnego, relację wydatków na obsługę zadłużenia do dochodu ogółem oraz sposób sfinansowania spłaty długu.

¹⁹ Przeciwnie – przywołać należy teorię sygnałów, zgodnie z którą udzielenie przez bank kredytu jakiemuś podmiotowi wysyła rynkowi sygnał, że zdolność kredytowa owego podmiotu została pozytywnie oceniona przez kredytodawcę; sygnał ten zachęca innych uczestników rynku do zaangażowania kapitałowego w ten podmiot.

środków pożyczonych, aby zapewnić bieżącą płynność (pożyczki krótkoterminowe) oraz zwiększyć wydatki majątkowe, wiążące się z finansowaniem obiektów infrastruktury (pożyczki średnio- i długoterminowe)²⁰.

Odpowiednie wykorzystanie instrumentów dłużnych może zwiększyć efektywność działań tej jednostki i umożliwić jej dynamiczny, niezakłócony rozwój.

Korzystanie ze zobowiązań nie zawsze jest wszakże korzystne – wygenerowanie długu każdorazowo wymaga przeprowadzenia stosownych analiz. Zobowiązania bowiem, owszem, dają podstawę do poszerzenia bazy finansowania zadań jst i kreowania nowym możliwości rozwojowych, jednak z drugiej strony mogą ograniczać ten rozwój w przyszłości (jeśli będą niewłaściwie zaciągnięte – błędnie zostanie oszacowana możliwość spłaty, zmieniają się warunki społeczno-gospodarcze i nastąpi spadek dochodów jst lub wzrośnie ogólne ryzyko gospodarcze)²¹.

Każda jednostka samorządu terytorialnego winna sformułować – w ramach swojej polityki finansowej – politykę długu określającą: przyczyny i skutki korzystania ze zwrotnych źródeł finansowania, ograniczenia zadłużenia (prawne, ekonomiczne, polityczne i organizacyjne), kryteria wyboru instrumentu zobowiązaniowego (uwzględniające m. in. ich zalety i wady z punktu widzenia potrzeb i sytuacji finansowej jst)²².

Kluczowymi zagadnieniami do rozstrzygnięcia w tym obszarze są dobór instrumentów finansowych (i kontrahentów, z którymi kontrakty te będą zawierane) oraz ustalenie optymalnego poziomu zadłużenia. Kwestie te winny być rozstrzygnięte w zgodzie z ogólnymi zasadami finansowania samorządu regionalnego, do których zalicza się przewidywalność i stabilność źródeł dochodów, adekwatność dochodów do zadań, różnorodności i elastyczności źródeł dochodów, dostęp do rynków finansowych, korygowanie skutków zróżnicowania zagospodarowania i poziomu rozwoju regionów²³.

Wśród kryteriów wyboru danej formy zaciągnięcia długu jst można wymienić następujące czynniki²⁴:

– dostępność źródła finansowania dla jst w danym czasie,

²⁰ S. Owsiak, *Finanse publiczne. Teoria i praktyka*, PWN, Warszawa 2005, s. 143.

²¹ B. Filipiak, *Problemy oceny zadłużenia w jednostkach samorządu terytorialnego – zagadnienia metodyczne*, [w:] A. Pomorska, *Finanse publiczne*, Wyd. UMCS, Lublin 2006, s. 430.

²² M. Jastrzębska, *Polityka długu jednostki samorządu terytorialnego*, „Bank i Kredyt”, wrzesień 2002.

²³ I. Patrzałek, *Zasady finansowania samorządu regionalnego*, [w:] L. Pawłowicz, R. Wierba (red.), *Finanse publiczne wobec procesów globalizacji*, GAB, Cedewu, Gdańsk–Jurata 2003, s. 275.

²⁴ Por.: W. Lipka, *Zasady i metody finansowania jednostek samorządu terytorialnego i przedsiębiorstw komunalnych w Polsce*, Eurofinance Consulting, Warszawa 2001, s. 129 i n.

- wielkość potrzebnego i możliwego do pozyskania kapitału,
- czas niezbędny na pozyskanie środków finansowych,
- wymogi formalne związane z zawarciem umowy,
- dostosowanie instrumentu do specyfiki realizowanych zadań jst,
- konieczność ustanowienia zabezpieczeń prawnych i możliwość ich przedstawienia,
- koszty pozyskania źródła finansowania (odsetki/dyskonto, prowizje, koszty przygotowania umowy/emisji, koszty ustanowienia zabezpieczenia itp.),
- skutki zastosowania instrumentu dla swobody działalności (uprawnienia związane z instrumentem).

Konieczne jest także przeanalizowanie ryzyka finansowego związanego ze zwrotnymi źródłami finansowania (postuluje się zdywersyfikowanie portfela instrumentów dłużnych)²⁵.

Instrumentami dłużnymi najchętniej wykorzystywanymi przez polskie jst są kredyty i pożyczki (głównie długoterminowe), znaczenie papierów wartościowych jest wyraźnie niższe. Na tym tle warto zauważyć, że obligacje emitowane przez jst i ich związki mogą być dla nabywców bardzo atrakcyjnymi inwestycjami, a dla emitentów – dogodną formą pozyskania kapitału. Jedną z przyczyn relatywnie niskiej popularności tych instrumentów może być to, że ich emisja jest bardziej pracochłonna niż w przypadku kredytów i pożyczek. Z drugiej wszelako strony emitent może uzyskać lepsze warunki (charakterystyki finansowe lepiej dostosowane do swoich potrzeb), a przy tym instrument ten może także pełnić funkcję promocji danej jednostki. W literaturze słusznie podkreśla się, że nieuwzględnianie dłużnych papierów wartościowych w gospodarce finansowej gmin może zahamować ich rozwój²⁶.

Wśród czynników determinujących poziom zadłużenia gmin wskazuje się²⁷:

- czynniki egzogeniczne:
 - determinanty nierynkowe:
 - czynniki prawne – ograniczenia stawiane w ustawie o finansach publicznych,
 - czynniki geograficzno-demograficzne – lokalizacja, charakterystyka demograficzna jst,
 - czynniki społeczno-polityczne – polityka państwa i regionu, cechy społeczne mieszkańców;

²⁵ Więcej: M. Dylewski, *Wybrane aspekty zarządzania ryzykiem finansowym w jednostkach samorządu terytorialnego*, [w:] B. Pietrzak (red.), *Finanse*, OW SGH, Warszawa 2005, s. 300.

²⁶ K. Piotrowska-Marczak, *Finanse lokalne w Polsce*, PWN, Warszawa 1997, s. 41.

²⁷ Por.: M. Wiśniewski, *Determinanty zadłużenia gmin w Polsce*, [w:] K. Piotrowska-Marczak, K. Kietlińska (red.), *Harmonizacja finansów publicznych...*, s. 558; M. Miszczuk, *Potencjał finansowy gmin w opinii przedstawicieli samorządu terytorialnego*, [w:] S. Michałowski, A. Pawłowska (red.), *Samorząd lokalny w Polsce*, Wyd. UMCS, Lublin 2004, s. 236 i n.

- determinanty rynkowe:
 - dostępność finansowania,
 - koszt finansowania,
 - ryzyko finansowe (refinansowania, stopy procentowej, kursowe, płynności);
- czynniki endogeniczne:
 - zarządzanie gminą (sposób sprawowania władzy, polityka inwestycji, lokalna polityka podatkowa, nastawienie do PPP...);
 - zdolność kredytowa gminy.

Zdolność kredytowa jest słusznie staje się istotnym elementem jej oceny. Gmina musi przekonać potencjalnych kapitałodawców o bezpieczeństwie inwestycji (wskazać, że będzie w stanie obsługiwać wyemitowane papiery wartościowe lub zaciągnięte pożyczki i kredyty). Zyskanie wysokiej oceny wiarygodności kredytowej winno stać się priorytetem zarządzania finansami gminy. Im wyższa wiarygodność kredytowa (im niższe postrzegane ryzyko), tym większe możliwości pozyskania kapitału i niższy jego koszt.

Metodologia ustalania zdolności kredytowej gminy bazuje na kryteriach²⁸:

– ilościowych – uwzględnia się tu wskaźniki: łącznego zadłużenia, obsługi zadłużenia, deficytu/nadwyżki, inwestycji, dochodu na 1 mieszkańca, udziału dotacji i subwencji w dochodach, udziału podatków w lokalnych podstawowych dochodach, udziału wydatków bieżących i majątkowych w wydatkach ogółem;

– jakościowych – wyznaczają je: atrakcyjność inwestycyjna i turystyczna, jakość planowania budżetowego i zarządzania gminą, wywiązywanie się ze zobowiązań, sytuacja finansowa, technologiczna i ekonomiczna podmiotów działających na terenie gminy, historia funkcjonowania gminy, dotychczasowa współpraca z bankami, opinia RIO;

– pozostałych ryzyk – m. in. ryzyko wynikające z udzielonych gwarancji i poręczeń, ryzyko projektu, ryzyko finansowe, ryzyko systemowe, uwzględniające możliwość zmian regulacji ustrojowych, prawnych czy podatkowych, ryzyko skuteczności prawnych zabezpieczeń kredytu.

Biorąc pod uwagę zdolność do terminowej obsługi zadłużenia, gmina ma cechy pożądane przez pożyczkodawców (niemożność zbankrutowania, posiadanie majątku trwałego o dużej wartości), ale charakteryzuje się też elementami negatywnymi lub potencjalnie niekorzystnymi (publiczny charakter zarządzania, wpływ czynników politycznych na decyzje finansowe i inwestycyjne, uzależnienie dochodów od decyzji zewnętrznych, relatywnie mała płynność, ograniczona możliwość swobodnego kształtowania wydatków)²⁹.

²⁸ D. Korenik (red.), *Perspektywy współpracy banku z samorządem terytorialnym w Polsce*, Wyd. AE we Wrocławiu, Wrocław 2005, s. 117.

²⁹ D. Korenik, *Usługi finansowe dla gmin*, Wyd. Wyższej Szkoły Zarządzania i Finansów we Wrocławiu, Wrocław 2003, s. 16.

Należy tu podkreślić, że w analizie długu gminy rozpatrywane winny być nie tylko limity ustawowe, lecz warto dokonać całościowej oceny zadłużenia i możliwości obsługi długu przez tę jednostkę. Trzeba zatem odnieść się do wszystkich kategorii zobowiązań, a także ocenić realność refundacji środków przeznaczonych na inwestycje, które mają być finansowane funduszami pomocowymi. Tabela 1 zestawia kryteria nadawania ocen ratingowych oraz wskaźniki stosowane w ocenie zadłużenia jst przez główne agencje ratingowe.

5. Proces zadłużenia gmin w Polsce

Poziom zadłużenia polskich jst jest niski w porównaniu z analogicznymi wskaźnikami z innych krajów. W ostatnich latach dynamika zadłużenia gmin ulegała fluktuacji. Analiza procesu postępującego zadłużenia powinna uwzględnić:

- kondycję finansową gmin, determinującą skłonność do korzystania z kapitałów obcych;
- poziom zadłużenia i strukturę instrumentów dłużnych.

5.1. Sytuacja finansowa gmin na poziomie operacyjnym a skłonność do korzystania z instrumentów dłużnych

Jednym z podstawowych czynników determinujących popyt na instrumenty dłużne jest kondycja finansowa dłużników. W miarę wzrostu ich dochodów własnych skłonność do korzystania z kapitału pożyczkowego rośnie. Ta ogólna prawidłowość rynku instrumentów dłużnych odnosić się powinna także do podmiotów sektora samorządowego. Stąd ocena sytuacji finansowej gmin ma fundamentalne znaczenie dla określenia ich skłonności do korzystania z tzw. przychodów zwrotnych.

Analogicznie jak w komercyjnych podmiotach gospodarczych, wymogiem efektywnego zarządzania finansami gmin jest zachowanie płynności finansowej na poziomie operacyjnym, określonej jako elastyczność finansowa. Wyraża ją marża wyznaczona przez relację bieżących dochodów i wydatków. Od roku 2004 sytuacja dochodowa gmin została ustabilizowana poprzez zwiększenie dochodów własnych w ich budżetach³⁰. Poprawa ta wynikała zarówno z wysokiego tempa wzrostu PKB w Polsce, jak i zwiększonego udziału w podatkach dochodowych oraz dostępu do finansowania ze środków UE. W wyniku tego średnia marża

³⁰ Ustawa z 13 listopada 2003 r. o dochodach jednostek samorządu terytorialnego, DzU, nr 203, poz. 1966, ze zm.

bieżąca (nadwyżka bieżąca w realizacji do dochodów bieżących) wzrosła z ok. 8% w 2003 r. do 14% w roku 2007³¹. O sytuacji finansowej gmin na poziomie operacyjnym w latach 2005–2007 informuje w sposób syntetyczny tab. 2.

Tabela 2

Dochody i wydatki budżetowe gmin w latach 2005–2007 (w mln zł)

Wyszczególnienie	Rok		
	2005	2006	2007
Dochody ogółem	45 813	51 729	57 003
w tym:			
– dochody budżetowe	42 515	47 806	55 705
– dochody majątkowe	3 298	3 913	4 298
Wydatki ogółem	45 837	53 183	56 078
w tym:			
– wydatki bieżące	37 488	42 347	45 509
– wydatki majątkowe	8 350	10 835	10 570
Wynik ogółem	–24	–454	425

Źródło: *Sprawozdania z wykonania budżetów gmin za lata 2005–2007* (Ministerstwo Finansów).

Przedstawione wyżej informacje potwierdzają występowanie znacznej nadwyżki operacyjnej w sektorze gmin oraz świadczą o względnym zrównoważeniu ich budżetów. Ich korzystnej kondycji finansowej dowodzi także poprawiający się poziom samodzielności finansowej, mierzony udziałem dochodów własnych w dochodach ogółem. W roku 2007 dla całego sektora gmin dochody własne stanowiły blisko 50% wszystkich dochodów, subwencja ogólna liczyła ok. 31%, a dotacje zmniejszyły się do 19%. Kondycja finansowa jest zróżnicowana w przekroju różnych typów gmin. Najwyższą samodzielnością finansową charakteryzują się gminy miejskie (ok. 65%), a najniższy jest jej wskaźnik w gminach wiejskich (40%)³². Wysoki poziom elastyczności finansowej utrzymywał się także w trzech kwartałach 2008 r. Ich budżet zamykał się zbiorczo nadwyżką w kwocie 5 mld zł, przy planowanym deficycie ok. 7,6 mld zł³³. Niepokojącym zjawiskiem jest jednak wysoki poziom niewykonanych dochodów (75%) oraz wydatków (60%). Związane jest to przede wszystkim z finansowaniem projektów inwestycyjnych ze środków UE. Większa absorpcja tych środków, szczególnie w warunkach osłabienia koniunktury gospodarczej, wymaga zwiększenia aktywności gmin na rynku instrumentów dłużnych.

³¹ Por. Fitch Ratings, luty 2008.

³² *Sprawozdanie z działalności RJO i wykonania budżetu przez jednostki samorządu terytorialnego w 2007 r.*, Warszawa 2008, s. 189.

³³ *Wykonanie budżetów jednostek samorządu terytorialnego za 3 kwartały 2008 r.*, Ministerstwo Finansów, Listopad 2008, s. 3.

5.2. Poziom zobowiązań gmin i struktura instrumentów dłużnych

Jak już wspomniano wcześniej, wykorzystywanie instrumentów dłużnych stać się powinno ważną dźwignią rozwoju gmin. Dotychczasowa polityka finansowa ma jednak charakter pasywny i zorientowana jest przede wszystkim na dostosowanie wydatków do poziomu dochodów własnych i zewnętrznych dochodów bezzwrotnych. Kapitały zwrotne nie odgrywają kreatywnej roli w finansowaniu wydatków, szczególnie inwestycyjnych. Wskaźniki zadłużenia są znacznie niższe od przyjętych ustawowo limitów (patrz tab. 3).

Tabela 3

Relacja zobowiązań do zrealizowanych dochodów gmin w latach 2005–2007

Wyszczególnienie	Rok		
	2005	2006	2007
Dochody ogółem gmin (w mln zł)	45 813	51 724	57 003
Zobowiązania ogółem (w mln zł)	8 067	9 582	9 958
Relacja zobowiązań do dochodów (w %)	17,6	18,5	17,5
Wskaźnik zadłużenia bez zobowiązań z tytułu realizacji projektów UE (w %)	–	17,0	16,4

Źródło: Informacja o stanie zobowiązań według tytułów dłużnych oraz o stanie należności jst w latach 2005–2007, Ministerstwo Finansów, 2008, s. 11.

Jak wynika z powyższego zestawienia, dynamika zobowiązań w badanym okresie była niższa od wzrostu dochodów, co potwierdza tezę o pasywnym wykorzystywaniu kapitałów obcych. Wskazuje na to również wzrost liczby gmin o najniższym poziomie zadłużenia (tab. 4). W badanym okresie zmniejszyła się liczba gmin zadłużonych. Około 60% gmin zadłużonych nie przekracza 20% wskaźnika zadłużenia.

W strukturze instrumentów dłużnych zdecydowaną przewagę mają kredyty i pożyczki (tab. 5). Drugie miejsce zajmuje emisja papierów dłużnych, których rola w pozyskiwaniu kapitałów zwrotnych systematycznie wzrasta.

W strategii zadłużania się gmin coraz większe znaczenie będzie miała emisja obligacji komunalnych. Wyraźnym tego symptomem był czwarty kwartał roku 2008, kiedy pojawiły się trudności w pozyskiwaniu kredytów. Kryzys finansowy może okazać się szansą rozwoju rynku obligacji komunalnych w Polsce. Wynika to z dwóch powodów³⁴:

- większej sprawności finansowania obligacjami (swoboda wykorzystania, brak procedur związanych z zamówieniami publicznymi w przypadku kredytów);
- zwiększenia zainteresowania potencjalnych inwestorów terenem gminy w rozwijaniu działalności biznesowej.

³⁴ Por. P. Domarecki, *Obligacje komunalne zamiast kredytów*, „Dziennik Finansowy”, 4.02.2009.

6. Podsumowanie

W strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2009–2011 założono, że zadłużenie jst oraz ich związków będzie systematycznie rosło, będąc pochodną deficytów i nadwyżek poszczególnych jednostek³⁵. Wskazuje się, że wysokie potrzeby pożyczkowe jst będą wynikać głównie z realizowanych projektów infrastrukturalnych, współfinansowanych środkami z funduszy unijnych³⁶. Zakłada się, że nowe reguły zaciągania zobowiązań przez jst, uzależniające możliwość zaciągania zobowiązań od potencjału jednostki do ich spłaty będzie przeciwdziałać nadmiernemu zadłużaniu się samorządów. Dominującym instrumentem w finansowaniu potrzeb pożyczkowych jst pozostaną kredyty banków komercyjnych, wzrośnie zadłużenie z tytułu wyemitowanych papierów wartościowych (w szczególności przez duże jednostki).

Należy zwrócić uwagę na obiektywny charakter przesłanek postępującego procesu zadłużania się gmin. Wynikają one zarówno z potrzeby zachowania bieżącej płynności finansowej na poziomie operacyjnym, jak i osiągnięcia długookresowych efektów mechanizmu kreatywnego zadłużenia w sferze wydatków inwestycyjnych. Pierwsza przesłanka wiąże się z możliwością spadku dochodów podatkowych gmin (w związku ze sprawozdaniem gospodarczym), z jednoczesnym nasileniem się presji wydatków bieżących związanych przede wszystkim z finansowaniem usług edukacyjno-oświatowych, których subwencja oświatowa nie będzie w stanie w pełni zrekompensować.

Bardziej istotne w strategii finansowej gmin jest wykorzystanie kapitałów obcych w mechanizmie kreatywnego zadłużenia, czyli zastosowania dźwigni finansowej. Jej efektem nie jest zwiększenie stopy zwrotu na kapitale własnym, lecz osiągnięcie szczególnego rodzaju „wartości dodanej” w potencjale ekonomicznym gminy w stosunku do posiadanych dochodów. Efektywnościowe aspekty mechanizmu kreatywnego zadłużenia związane są przede wszystkim z:

- większymi możliwościami absorpcji funduszy unijnych poprzez prefinansowanie inwestycji i refundację poniesionych wydatków;
- osiągnięciem mnożnikowych efektów wydatków inwestycyjnych. Zwiększenie lokalnych wydatków inwestycyjnych stabilizująco oddziałuje na zatrudnienie, produkcję i dochody podatkowe gmin;
- promocją gminy dla inwestorów prywatnych. Finansowanie długiem rozwoju infrastruktury może być katalizatorem rozwoju przedsiębiorczości lokalnej i stymulatorem napływu kapitału prywatnego. Ważnym elementem takich

³⁵ Ministerstwo Finansów, *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2009–2011*, Warszawa, wrzesień 2008.

³⁶ Istotną część finansowanych inwestycji wynikać będzie z przygotowań do współorganizowanych przez Polskę mistrzostw Europy w piłce nożnej EURO 2012.

działań promocyjnych jest bowiem ograniczenie ryzyka dla inwestorów indywidualnych oraz tworzenie korzystnego wizerunku gmin na mapie gospodarczej kraju.

Jak zaakcentowano wcześniej, warunkiem zwiększenia roli instrumentów dłużnych w gminach jest wykorzystywanie w większym zakresie w zarządzaniu finansami samorządowymi „władztwa publicznego” opartego na wzorcach biznesowych oraz wprowadzenie zindywidualizowanych limitów zadłużenia opartych na metodyce oceny zdolności kredytowej.

LITERATURA

- Brigham E. F., *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 1996.
- Finanse samorządowe. Zadania, ćwiczenia, case study*, red. B. Filipiak, Wyd. Naukowe US, Szczecin 2003.
- Gajdka J., *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wyd. UŁ, Łódź 2002.
- Gajdka J., Walińska E., *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, FRRwP, Warszawa 1998.
- Jerzemowska M., *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, PWN, Warszawa 1999.
- Jastrzębska M., *Polityka długu jednostki samorządu terytorialnego*, „Bank i Kredyt”, wrzesień 2002.
- Korenik D., *Usługi finansowe dla gmin*, Wyd. WSZiF we Wrocławiu, Wrocław 2003.
- Korenik D. (red.), *Perspektywy współpracy banku z samorządem terytorialnym w Polsce*, Wyd. AE we Wrocławiu, Wrocław 2005.
- Lipka W., *Zasady i metody finansowania jednostek samorządu terytorialnego i przedsiębiorstw komunalnych w Polsce*, Eurofinance Consulting, Warszawa 2001.
- Marcinkowska M., *Władztwo publiczne – jako wdrożyć zasady corporate governance w sektorze publicznym?*, „Acta Universitatis Lodziensis” 2006, Folia Oeconomica 197.
- Michałowski S., Pawłowska A. (red.), *Samorząd lokalny w Polsce*, Wyd. UMCS, Lublin 2004.
- Owsiak S. (red.), *Nauki finansowe wobec współczesnych problemów gospodarki polskiej*, Wyd. AE w Krakowie, Kraków 2004.
- Pawłowicz L., Wierzba R. (red.), *Finanse publiczne wobec procesów globalizacji*, GAB, Cedewu, Gdańsk–Jurata 2003.
- Piotrowska-Marczak K., *Finanse lokalne w Polsce*, PWN, Warszawa 1997.
- Piotrowska-Marczak K., Kietlińska K. (red.), *Harmonizacja finansów publicznych w skali narodowej i europejskiej*, Difin, Warszawa 2007.
- Pomorska A., *Finanse publiczne*, Wyd. UMCS, Lublin 2006.
- Wersty B., *Podstawy analizy zarządzania kapitałem w organizacjach gospodarczych*, Wyd. AE we Wrocławiu, Wrocław 1993.

Andrzej Bogus, Monika Marcinkowska

**DEBT INSTRUMENTS AS A LEVERAGE OF COMMUNE
FINANCIAL DEVELOPMENT**

Debt instruments are rarely used by LRGs in Poland, in comparison to other UE countries. In this paper we state the thesis, that debt can be an effective tool in LRG finance management, fostering the realization of their tasks and their development. We provide short analysis of leverage in economic entities and argue that this concept can also be used in public finance entities. Current and proposed regulations concerning debt of LGR is brought as well as their critique. Proposition of commune creditworthiness analysis and debt analysis is presented. We conclude with an analysis of the commune indebtedness process.