

Instrumenty rynku kapitałowego w finansowaniu inwestycji samorządowych w Polsce

Prof. dr hab. Krystyna Brzozowska
Uniwersytet Szczeciński
Katedra Finansów Publicznych

1. Struktura finansowania inwestycji samorządowych (infrastrukturalnych)

Pozyskanie funduszy na finansowanie inwestycji infrastrukturalnych nie jest łatwym zadaniem, głównie z uwagi na ich wysoki poziom kapitałochłonności i długi okres zwrotu. Budowanie struktury finansowania w większości wypadków trwa kilka lat i nie zawsze kończy się uzyskaniem zamknięcia finansowego.

Obok wkładów kapitałowych partnerów publicznych w formie nadwyżek budżetowych i dotacji z budżetu państwa oraz dotacji pozyskanych w ramach programów finansowanych ze środków unijnych podstawowym źródłem finansowania projektów infrastrukturalnych są kredyty zaciągane w bankach komercyjnych oraz multilateralnych instytucjach finansowych. Do najczęściej wykorzystywanych kredytów w finansowaniu publicznych projektów inwestycyjnych należą kredyty terminowe, odnawialne, stand-by i pomostowe. Banki stały się jednym z głównych uczestników, a zarazem decydentów procesu inwestycyjnego. Zajmowana pozycja daje im prawo do kontrolowania i nadzorowania przebiegu prac nad projektem. Pod względem znaczenia poszczególnych uczestników procesu inwestycyjnego banki dotychczas zajmują czołowe miejsce tuż za władzami publicznymi.

Inne formy finansowania, jak emisje obligacji, emisje akcji czy udziały kapitałowe, mają dużo mniejsze znaczenie, aczkolwiek rosnące, na międzynarodowym rynku finansowym.

Finansowanie projektów infrastrukturalnych poprzez dłużne papiery wartościowe rozwija się w niezbyt dynamicznym tempie. Głównym problemem ograniczającym znaczenie obligacji przy finansowaniu inwestycji infrastrukturalnych, jest ograniczona odpowiedzialność emitenta względem stron trzecich. Niekorzystną cechą obligacji z punktu widzenia struktury finansowania projektu infrastrukturalnego jest oddalenie w czasie momentu pozyskania środków z emisji od daty wykupu papierów. Podstawową przewagą obligacji nad kredytami jest możliwość przyciągnięcia większej grupy inwestorów. Na rynku występują głównie obligacje notowane na rynku publicznym, takie jak obligacje komunalne, euroobligacje, obligacje skarbowe, obligacje przychodowe oraz obligacje plasowane w obrocie zamkniętym. Obligacje mogą mieć charakter instrumentów jedno- lub wielowalutowych, o zmiennym oprocentowaniu, zerokuponowych, z odroczoną płatnością odsetek, zamiennych lub z warrantami, itp.

Obligacje komunalne są bardziej popularne we wszystkich krajach wysoko rozwiniętych, chociaż w Stanach Zjednoczonych pełnią zdecydowanie największą rolę wśród instrumentów finansowania inwestycji infrastrukturalnych. W krajach rozwijających się obligacje municypalne wchodzą powoli na rynek z dwóch podstawowych powodów: z braku doświadczeń i tradycji w emisjach papierów dłużnych oraz braku odpowiednich, szczelnych regulacji prawnych i przepisów wykonawczych.

Udziały kapitałowe w inwestycjach infrastrukturalnych dotyczą objęcia akcji i udziałów w projektach zaliczanych do partnerstwa publiczno-prywatnego. Udziały kapitałowe wahają się najczęściej od 15 do 30% wartości kosztorysowej inwestycji [Songer et alia, 1997, s. 378], a ich wielkość jest wyznacznikiem wielkości zadłużenia, które kredytodawcy są skłonni udzielić do sfinansowania projektu. Postać kapitału prywatnego jest uzależniona głównie od celów projektu oraz możliwości kapitałowych ich właścicieli oraz skłonności do długoterminowego inwestowania, czy możliwości uzyskania określonych preferencji podatkowych. Do podstawowych rodzajów udziałów kapitałowych zalicza się kapitał akcyjny lub udziałowy w postaci udziałów gotówkowych wpłacanych w określonym terminie, kapitał rozwojowy w postaci udziałów developerów, którzy wyrazili zgodę na zamianę należnego im wynagrodzenia za wykonane prace na udziały, aporty rzeczowe, dług podporządkowany, dług zamienny w postaci instrumentów, które mogą być sklasyfikowane jako dłużne, ale wyceniane jako kapitał (mezzani-

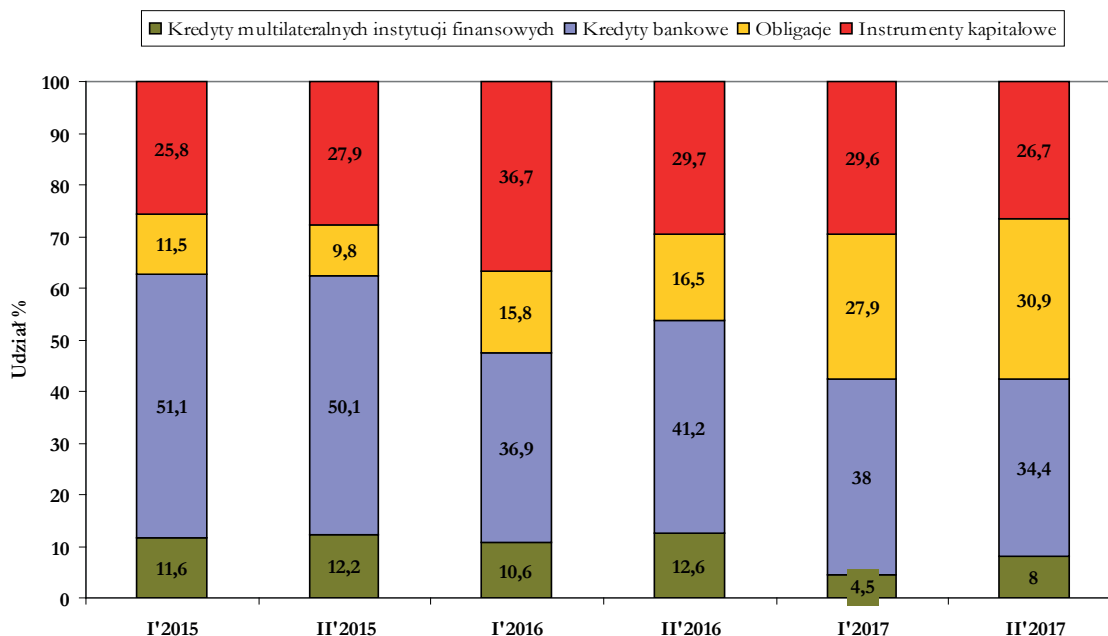
ne finance) [Bull, Lethbridge, 1996, s. 291]. W ostatnich latach coraz większe znaczenie odgrywają fundusze infrastrukturalne, które są funduszami inwestycyjnymi typu private equity. Fundusze infrastrukturalne wywołują zaangażowanie i tworzenie aktywów infrastrukturalnych, które są nabywane przez fundusze z zasobów pozyskanych w drodze sprzedaży inwestorom jednostek uczestnictwa [Davis, 2008]. Celem funduszy infrastrukturalnych jest zapewnienie średnio- i długoterminowych kapitałów w drodze inwestowania w instrumenty kapitałowe lub instrumenty kapitałowe strukturyzowane podmiotów zaangażowanych w rozwój infrastruktury. Fundusze infrastrukturalne inwestują najczęściej na okres 5 – 8 lat. Głównymi nabywcami jednostek uczestnictwa funduszy są inne fundusze, towarzystwa ubezpieczeniowe, prywatne i publiczne fundusze emerytalne, instytucje rządowe oraz wyspecjalizowane w zarządzaniu majątkiem instytucje. Większość największych funduszy infrastrukturalnych jest skoncentrowana w krajach rozwiniętych – w Europie i Ameryce Północnej i jest sponsorowana przez duże instytucje finansowe. Ponad 55 % funduszy infrastrukturalnych, które powstały w ciągu ostatnich lat, to fundusze sponsorowane przez banki. Udział funduszy infrastrukturalnych w finansowaniu inwestycji infrastrukturalnych jest traktowany jako finansowanie prywatne w ramach funduszy notowanych na rynku publicznym, jak funduszy nienotowanych.

Pozostałe instrumenty rynku kapitałowego – instrumenty pochodne (*swapy* walutowe i stóp procentowych, ewentualnie opcje) *de facto* pełnią w takich transakcjach rolę instrumentów zabezpieczających wartość transakcji w ramach *hedgingu*.

2. Struktura finansowania inwestycji publicznych infrastrukturalnych w skali światowej

Wartość globalnych inwestycji infrastrukturalnych w 2017 r. wyniosła 905 mld USD i wzrosła o ponad 57 mld USD w stosunku do 2016 r. W ostatnich latach dynamika zmian wartości realizowanych inwestycji infrastrukturalnych w skali globalnej nie była zbyt wysoka – od 14 % w 2012 r. do 7% w 2017 r. w stosunku do roku poprzedniego. Niemniej w ciągu ostatnich 6 lat wystąpiła dynamika dodatnia, co świadczy o systematycznym przyroście wartości inwestycji infrastrukturalnych. W 2017 r. poziom dynamiki obniżył się w stosunku do 2016 r., natomiast zwiększyła się o 22,4% liczba realizowanych projektów. Zatem w 2017 r. realizowano więcej inwestycji o niższych kosztach. Średnia wartość jednego projektu obniżyła się z 546 mln USD w 2016 r. do 477 mln USD w 2017 r. [Global, 2018].

Na rysunku 1 przedstawiono strukturę finansowania globalnych inwestycji infrastrukturalnych, przy czym zwraca się uwagę, że pozycja „kredyty multilateralnych instytucji finansowych” zawiera także wartości wspomaganie dotacyjnego ze strony władz publicznych. W strukturze finansowania generalną przewagę posiadały kredyty, których udział łącznie (kredyty banków i kredyty multilateralnych instytucji finansowych) w latach 2015- 2017 wahał się od 42,5% w pierwszej połowie 2017 r. do ok. 63% w 2015 r.



Rysunek 1. Struktura finansowania inwestycji infrastrukturalnych w skali globalnej w latach 2015- 2017

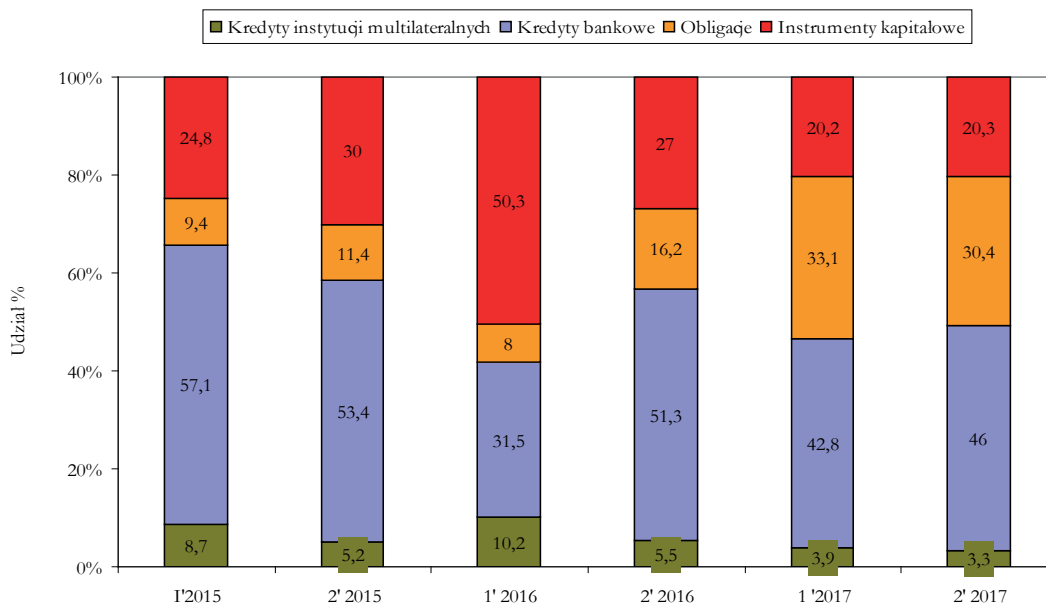
Źródło: opracowanie własne na podstawie [Global, 2018].

Udział instrumentów kapitałowych (na rys. 1 pozycje obligacje i instrumenty kapitałowe) kształtował się na poziomie od 37,3% w I połowie 2015 r. do 57,6% w II połowie 2017 r. Udział samych obligacji zmieniał się od blisko 10% do 30,9% i wynosił średnio w badanych trzech latach 18,7%.

3. Struktura finansowania inwestycji publicznych infrastrukturalnych w Europie

Inwestycje infrastrukturalne realizowane w Europie stanowią ponad 30% wartości portfela inwestycji na całym świecie. Wartość inwestycji infrastrukturalnych w Europie w 2017r. wyniosła ponad 281 mld USD i była o ponad 28 mld niższa niż w 2016 r., natomiast zwiększyła się liczba inwestycji z 649 w 2016 r. do 778 w 2017 r. Średnie wartości 1 inwestycji były niższe niż średnie w skali globalnej i wyniosły 477 mln USD w 2016 r. oraz 362 mln USD w 2017 r.

Na rys. 2 przedstawiono strukturę finansowania inwestycji infrastrukturalnych w Europie w latach 2015- 2017. Podobnie jak w przypadku inwestycji infrastrukturalnych w skali globalnej przewagę wśród źródeł finansowania miały kredyty bankowe z zauważalny również kierunkiem ich zmniejszania ich udziału.



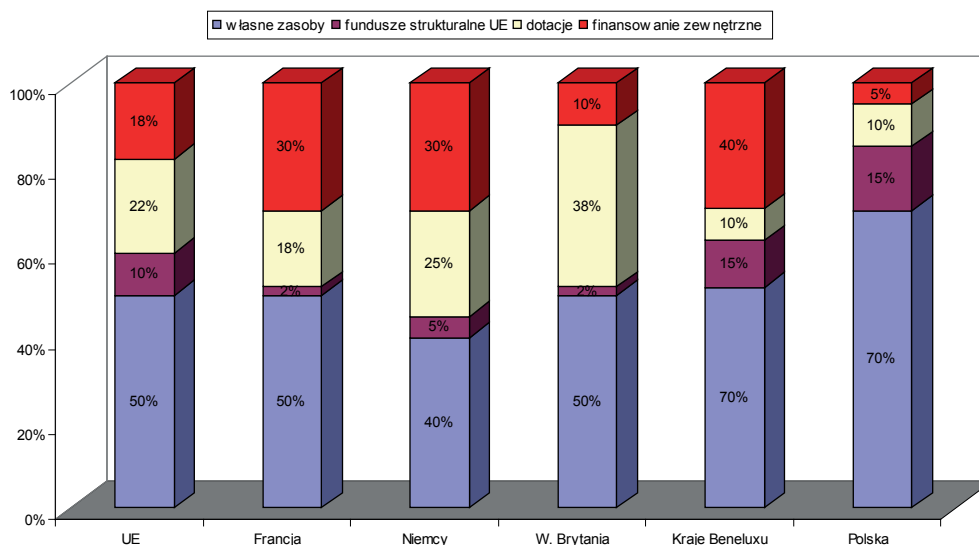
Rysunek 2. Struktura finansowania inwestycji infrastrukturalnych w Europie w latach 2015- 2017

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Global, 2018].

W strukturze finansowania inwestycji infrastrukturalnych w Europie zdecydowanie niższy niż w przypadku inwestycji globalnych był udział kredytów udzielonych przez multilateralne instytucje finansowe, co można uzasadnić znaczeniem inwestycji globalnych, realizowanych w Afryce, Ameryce Południowej, itp. dla multilateralnych instytucji finansowych, jak przykładowo Grupa Banku Światowego. Na uwagę zasługuje także zwiększony udział obligacji (przekładający się również na strukturę finansowania inwestycji na świecie) spowodowany głównie przeprowadzoną we Francji w 2017 r. po raz pierwszy na taką skalę emisją zielonych obligacji i „zielonych” obligacji skarbowych na łączną kwotę 10,7 mld USD (9,7 mld EUR w walucie emisji) [Green, 2018]. Wysoki i zbliżony do wyników inwestycji globalnych był udział instrumentów kapitałowych, co należy przypisywać wysokiemu rozwojowi rynku partnerstwa publiczno- prywatnego w W. Brytanii (w mniejszej skali we Francji, Hiszpanii, Włoszech i Niemczech) oraz rynku funduszy infrastrukturalnych.

Średni udział obligacji w strukturze finansowania inwestycji publicznych w Europie wynosił w latach 2015- 2017 27,1% i był znacząco wyższy niż wynikający ze struktury finansowania inwestycji w skali światowej.

W badaniach Europejskiego Banku Inwestycyjnego przeprowadzonych w formie przeglądu opinii wybranych samorządów terytorialnych w krajach UE w zakresie inwestycji infrastrukturalnych przeprowadzonych w ciągu ostatnich 5 lat, przyjęto inne ujęcie źródeł finansowania. Badanie dotyczyło krajów członkowskich UE, a wybrane wyniki przedstawiono na rys. 3.



Rysunek 3. Źródła finansowania samorządowych inwestycji infrastrukturalnych w Europie
Źródło: opracowanie własne na podstawie [EIB Group, 2018].

W strukturze finansowania samorządowych inwestycji infrastrukturalnych wyodrębniono własne zasoby samorządów, czyli nadwyżki budżetowe wraz ze zwrotnymi źródłami finansowania w postaci kredytów i pożyczek oraz prywatnych udziałów kapitałowych, następnie udzielone dotacje inwestycyjne, środki z funduszy strukturalnych UE. Ostatnia grupa źródeł została nazwana finansowaniem zewnętrznym i zawiera środki pochodzące z zakupu obligacji komunalnych.

Największy udział w finansowaniu samorządowych inwestycji stanowiły zasoby własne – w skali UE, Francji i W. Brytanii był to udział na poziomie 50%, natomiast Niemiec na poziomie 40%, a w Polsce na poziomie 70%. Polska była także największym, obok krajów Beneluxu beneficjentem funduszy unijnych. Natomiast udział Polski wśród wybranych krajów europejskich był najniższy pod kątem stosowania dłużnych papierów wartościowych – na poziomie 5%.

Dalsze badania będą dotyczyć zweryfikowania badań Infrastructure Journal i Europejskiego Banku Inwestycyjnego w odniesieniu do Polski.

4. Struktura finansowania inwestycji publicznych infrastrukturalnych w Polsce

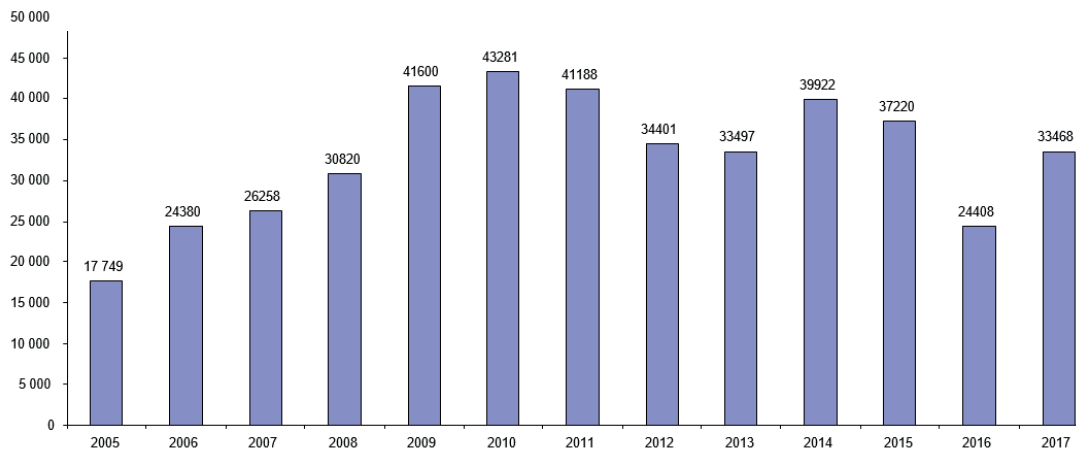
4.1. Wydatki inwestycyjne JST

Skalę inwestycji publicznych w latach 2005 – 2017 przedstawiono w ujęciu wydatków inwestycyjnych poniesionych przez jednostki samorządu terytorialnego w poszczególnych latach. Zgodnie z Rozporządzeniem Ministra Finansów z 2 marca 2010 r. w sprawie szczegółowej klasyfikacji dochodów, wydatków, przychodów i rozchodów oraz środków pochodzących ze źródeł zagranicznych wskazuje w załączniku nr 4, że ujmuje się w paragrafie 605 Wydatki inwestycyjne jednostek budżetowych, a w 606 Wydatki na zakupy inwestycyjne jednostek budżetowych [Rozporządzenie, 2010].

Wydatki inwestycyjne zawierają wydatki ponoszone na przygotowanie do realizacji inwestycji – w tym koszty opracowania studiów, operatów i dokumentacji projektowej, ekspertyz, pomiarów geodezyjnych i prac geologicznych, zakupu i przygotowania pod budowę gruntów, budowę i zakup obiektów budowlanych, wraz z usługami towarzyszącymi (np. nadzór inwestorski czy autorski) oraz pierwsze wyposażenie, zakup lub wytworzenie we własnym zakresie środków trwałych, a także ich transport, montaż i inne koszty pozwalające na przystosowanie ich do używania, ulepszenie środków trwałych. Natomiast wydatki ponoszone na zakup środków trwałych niezaliczonych do pierwszego wyposażenia obejmują wydatki na środki trwałe o wartości początkowej wyższej niż 3500 zł, a odpisy amortyzacyjne od tych środków trwałych nie są dokonywane jednorazowo lub gdy nie dokonuje się od nich odpisów amortyzacyjnych w przypadkach określonych w tej ustawie.

Innymi słowy przedstawione dane dotyczące inwestycji infrastrukturalnych nie uwzględniają kosztów amortyzacji środków trwałych wchodzących w skład inwestycji. Jednak, mimo uproszczeń, zostały one potraktowane jako porównawcza baza skali inwestycji publicznych w Polsce.

Wydatki inwestycyjne jednostek samorządu terytorialnego w Polsce w latach 2005- 2017, kształtowały się na zróżnicowanym poziomie (rys. 4).

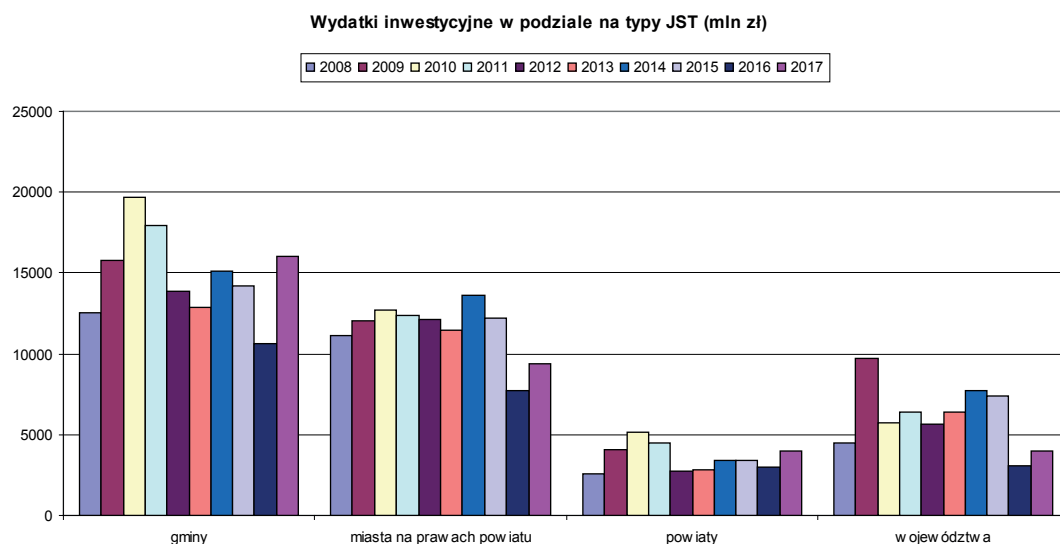


Rysunek 4. Skala wydatków inwestycyjnych jednostek samorządu terytorialnego w Polsce (mln zł)
Źródło: opracowanie własne na podstawie [Sprawozdania budżetowe JST za lata 2005- 2017].

Lata 2005 – 2010 odznaczały się szybkimi przyrostami rocznymi, szczególnie zauważalnymi w 2009 r., kiedy dynamika wzrostu wydatków inwestycyjnych wyniosła blisko 35 % wartości wydatków w roku ubiegłym. Od 2010 r. następował stopniowy i zmienny spadek wydatków. Wartość wydatków inwestycyjnych JST w 2016 r. osiągnęła stan sprzed 10 lat – w 2006 r. Należy jednak mieć na uwadze, że lata 2007 – 2012 były okresem łatwego dostępu do środków unijnych w ramach obowiązującej wówczas perspektywy inwestycyjnej UE. Kolejna perspektywa finansowa UE rozpoczęła się faktycznie z prawie dwuletnim opóźnieniem. Inwestycje generalnie charakteryzują się przesunięciem czasowym finansowania w stosunku do rozpoczęcia okresu inwestycyjnego z uwagi na konieczność przygotowania dokumentacji i uzyskania niezbędnych pozwoleń, czy też przeprowadzenia niezbędnych ekspertyz technicznych, technologicznych, geologicznych, itp.

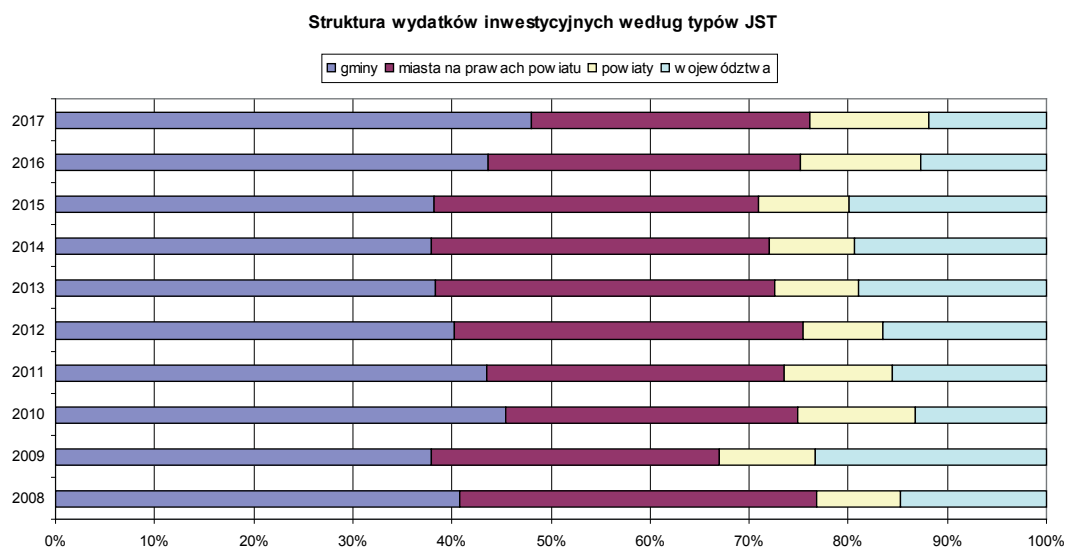
Z punktu widzenia analizy inwestycji infrastrukturalnych ważne jest zbadanie ich struktury w ujęciu typów JST. Rysunki 5 i 6 zawierają wydatki inwestycyjne poniesione przez gminy, miasta na prawach powiatu, powiaty i województwa samorządowe w ciągu ostatnich 10 lat 2008- 2017.

Źródła finansowania inwestycji publicznych realizowanych przez JST w ujęciu wartościowym i rodzajowym przedstawiono w tabeli 1 oraz na rysunkach 7 – 8.



Rysunek 5. Wydatki inwestycyjne w podziale na typy JST (mln zł)
Źródło: opracowanie własne na podstawie [Sprawozdania budżetowe JST za lata 2005- 2017]

Największy udział w strukturze JST, na poziomie 38% w latach 2013- 2015 i ponad 40% w latach 2010- 2011 oraz 2016-2017, dotyczył gmin. Następną pozycję zajmowały miasta na prawach powiatu z udziałem +/- 30%, województwa samorządowe – udział od 12 do 20%. Najmniejszy udział w skali wydatków inwestycyjnych dotyczył powiatów (przedział od 7 do 12 % w zależności od roku poddanego badaniu).



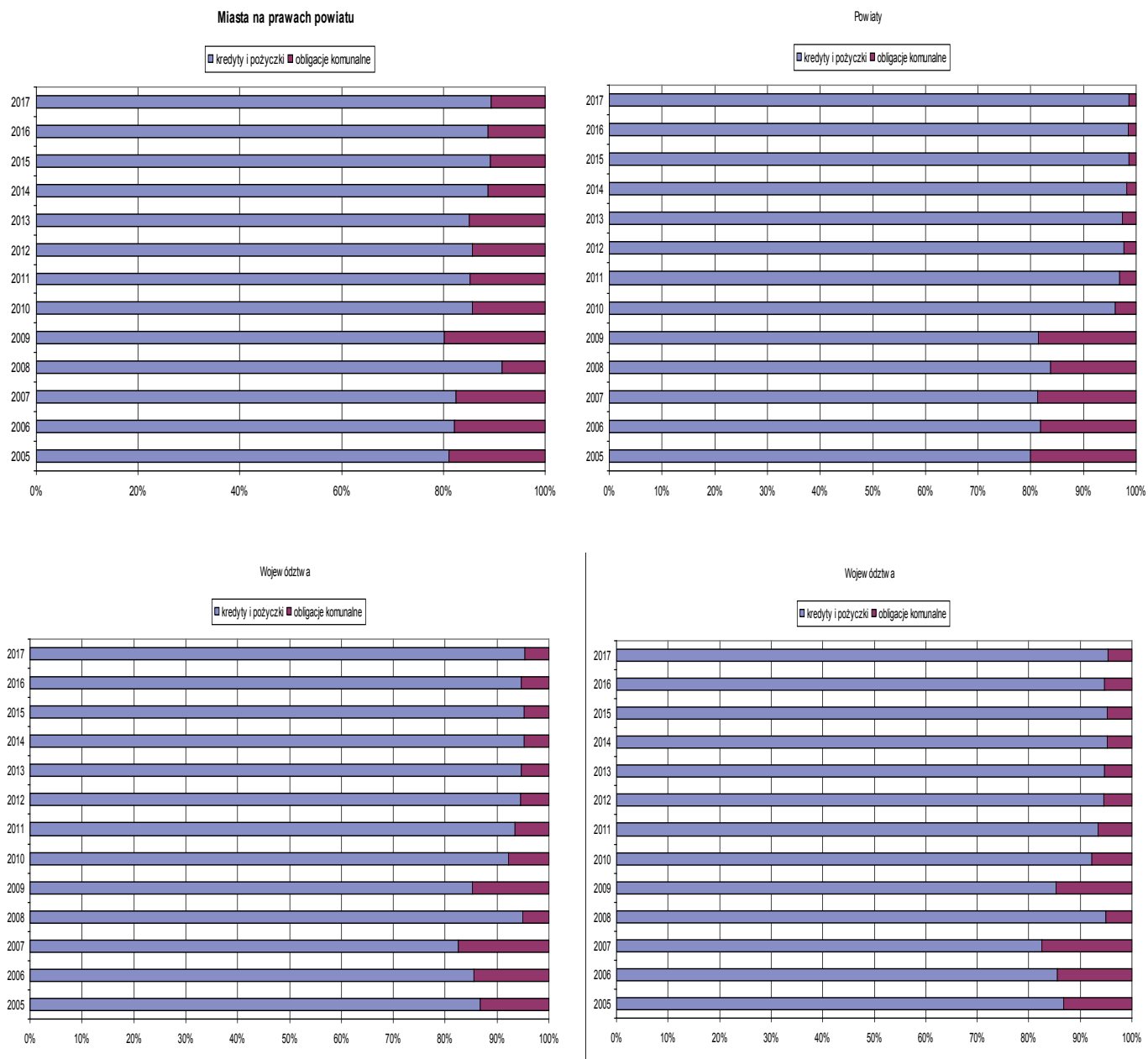
Rysunek 6. Struktura wydatków inwestycyjnych według typów JST (%)

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Sprawozdania budżetowe JST za lata 2005- 2017].

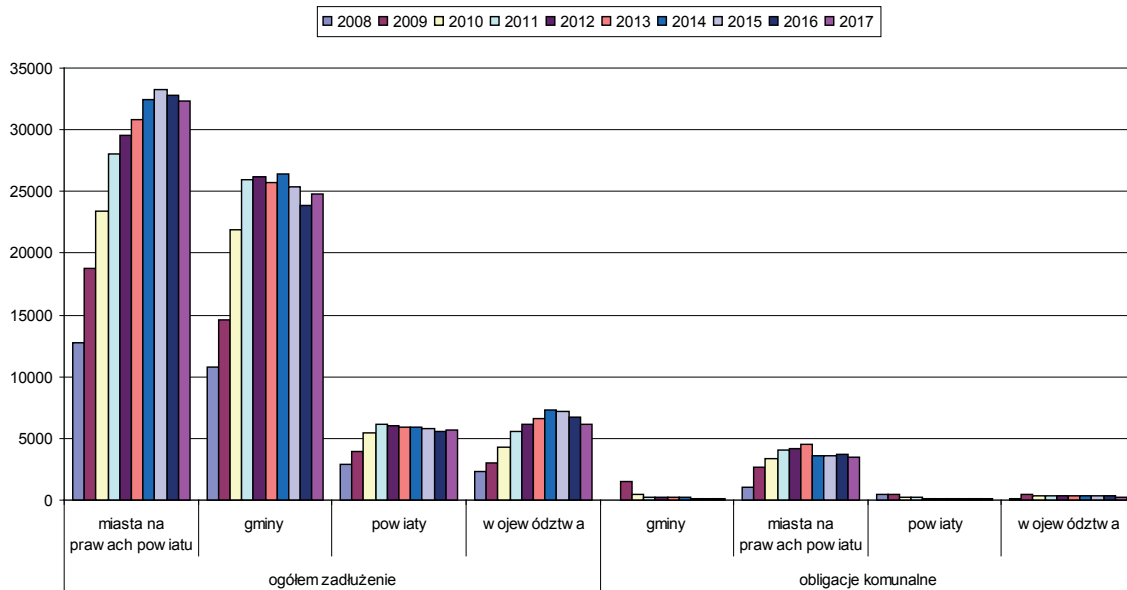
Tabela 2. Wartość kredytów i pożyczek oraz obligacji komunalnych w finansowaniu zadłużenia JST w latach 2005 – 2017 (mln zł)

	Gminy			Powiaty			Miasta na prawach powiatu			Województwa		
	ogółem zadłużenie	kredyty i pożyczki	obligacje komunalne	ogółem zadłużenie	kredyty i pożyczki	obligacje komunalne	ogółem zadłużenie	kredyty i pożyczki	obligacje komunalne	ogółem zadłużenie	kredyty i pożyczki	obligacje komunalne
2008	10821	9020,1	1156,9	2888,9	2407,8	467,1	12775,3	11572	1070,6	2289,4	1725,9	116,0
2009	14611,1	12814,0	1559,2	3907,3	3357,1	514,7	18729,8	15989,2	2653,2	3046,2	2494,3	448,9
2010	21929,6	20839,2	517,0	5435,6	5175	212,9	23437,5	19921,2	3336,5	4291,1	3951,5	332,7
2011	25989,6	25150,8	255,8	6136,9	5902,5	190,6	28074,9	23689,4	4083,0	5555,0	5138,1	366,2
2012	26167,9	25522,8	225,3	5975,1	5799,5	136,9	29578,7	25140,6	4183,8	6112,9	5747,3	335,2
2013	25771,9	25198	191,5	5877,6	5708,5	153,5	30884,6	26188	4574,3	6625,1	6105,4	340,1
2014	26436,2	25812,3	175,3	5943,2	5822	104,5	32446,4	28715,5	3638,5	7284,1	6932,2	349,5
2015	25428,7	25026,6	172,9	5841,2	5746,5	81,8	33210,3	29600,4	3553,7	7154,5	6802,1	335,3
2016	23863,5	23608,8	129,9	5565,8	5464,5	83,6	32821,7	29069,8	3696,3	6768,9	6405,5	362,8
2017	24838,2	24434,0	162,8	5628,4	5549,6	73,2	32367,3	28934,4	3419,8	6092,2	5804,2	286,1
Źródło: opracowanie własne na podstawie [Sprawozdania budżetowe JST za lata 2005- 2017].												

JST finansują swoje zobowiązania głównie kredytami i pożyczkami, których udział w gminach wynosił od 82 % w 2005 r. do 95% w 2010 r. i ponad 99 % w 2016 r. Sytuacja w powiatach była bardzo zbliżona do gmin – udział kredytów i pożyczek w 2005 r. wynosił ponad 75%, w 2010 r. 95%, a w 2016 r. ponad 98%. Nieco odmiennie przedstawiała się sytuacja w miastach na prawach powiatu, w których udział kredytów i pożyczek w 2005 r. wynosił blisko 79%, w 2010 r. 85%, a w 2016 r. ponad 88%. To potwierdza, że w zasadzie jedynymi w ostatnich latach emitentami obligacji komunalnych były miasta na prawach powiatu, czyli generalnie miasta duże i średnie, będące ośrodkami rozwoju regionalnego. Bardzo wyraźnie widać zauważone dysproporcje między rodzajami JST na rys. 7.



Rysunek 7. Udział kredytów i pożyczek oraz obligacji komunalnych w finansowaniu zadłużenia JST (według typów JST)
 Źródło: opracowanie własne na podstawie [Sprawozdania budżetowe JST za lata 2005- 2017]

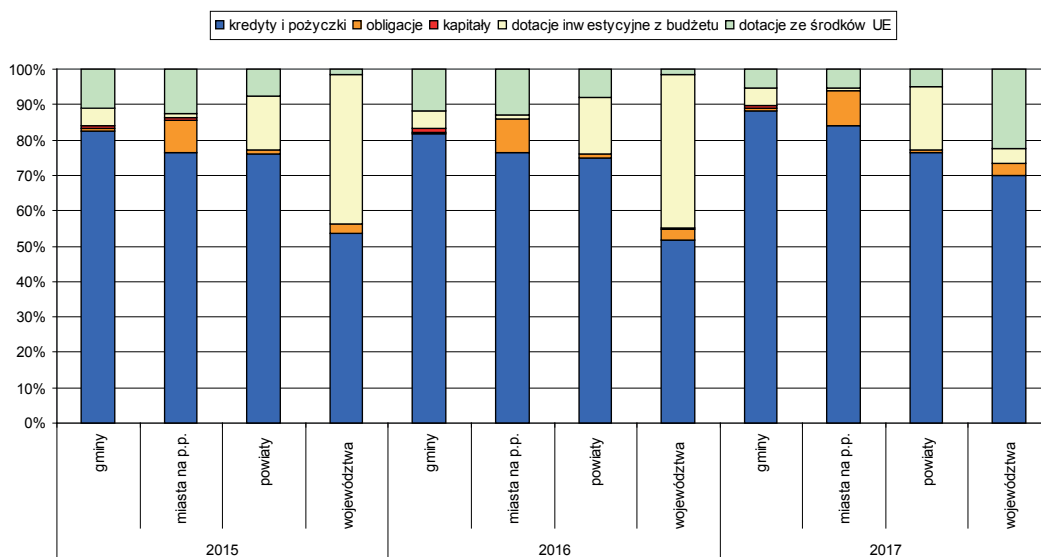


Rysunek 8. Wartość instrumentów dłużnych w finansowaniu zobowiązań JST (mln zł)
 Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z tabeli 1.

Zaprezentowane dane w ujęciu tabelarycznym i graficznym wskazują, że struktura finansowania inwestycji infrastrukturalnych w Polsce różni się od struktury finansowania w skali światowej i europejskiej. Podstawową przyczyną tego stanu rzeczy jest zbyt niski udział instrumentów rynku kapitałowego w finansowaniu inwestycji publicznych, niski lub bardziej ściśle, niedorozwój projektów PPP oraz relatywnie łatwy dostęp do środków bezzwrotnych w postaci dotacji.

4.2. Struktura finansowania

Struktura finansowania inwestycji infrastrukturalnych na szczeblu jednostek samorządu terytorialnego odznacza się odmiennieścią w stosunku do struktury finansowania projektów w skali globalnej i europejskiej (rys. 9), jednak zbieżna z wynikami badań Europejskiego Banku Inwestycyjnego. Szczegółową analizę, o charakterze wyłącznie porównawczym, przeprowadzono dla ostatnich 3 lat. Głównym źródłem finansowania inwestycji publicznych na szczeblu JST były kredyty i pożyczki – na poziomie ponad 80% w gminach do ponad 50% w województwach. Ważnym źródłem finansowania inwestycji publicznych były także dotacje inwestycyjne z budżetu państwa, szczególnie w przypadku powiatów i województw samorządowych. Jednocześnie widać, że głównymi beneficjentami środków unijnych były miasta na prawach powiatu (udział na poziomie 10%) i gminy (udział w granicach 5-10 %).



Rysunek 9. Struktura finansowania inwestycji infrastrukturalnych w Polsce w latach 2015- 2016 w podziale na typy JST
 Źródło: opracowanie własne na podstawie [Informacja, 2016, 2017] [Baza, 2017].

Udział pozostałych instrumentów finansowych (obligacji, kapitałów prywatnych) w strukturze finansowania inwestycji sa-

morządowych nie przekraczał 10% i mimo rozbieżności w latach największy udział pozostałych instrumentów dotyczył miast na prawach powiatu. Kapitałowe instrumenty w formie akcji i udziałów partycypują w strukturze finansowania inwestycji samorządowych w sposób śladowy jedynie. Większe zaangażowanie kapitałów prywatnych miało miejsce w inwestycjach przeprowadzanych w gminach w latach 2015- 2016.

5. Rynek kapitałowy w finansowaniu inwestycji JST w Polsce

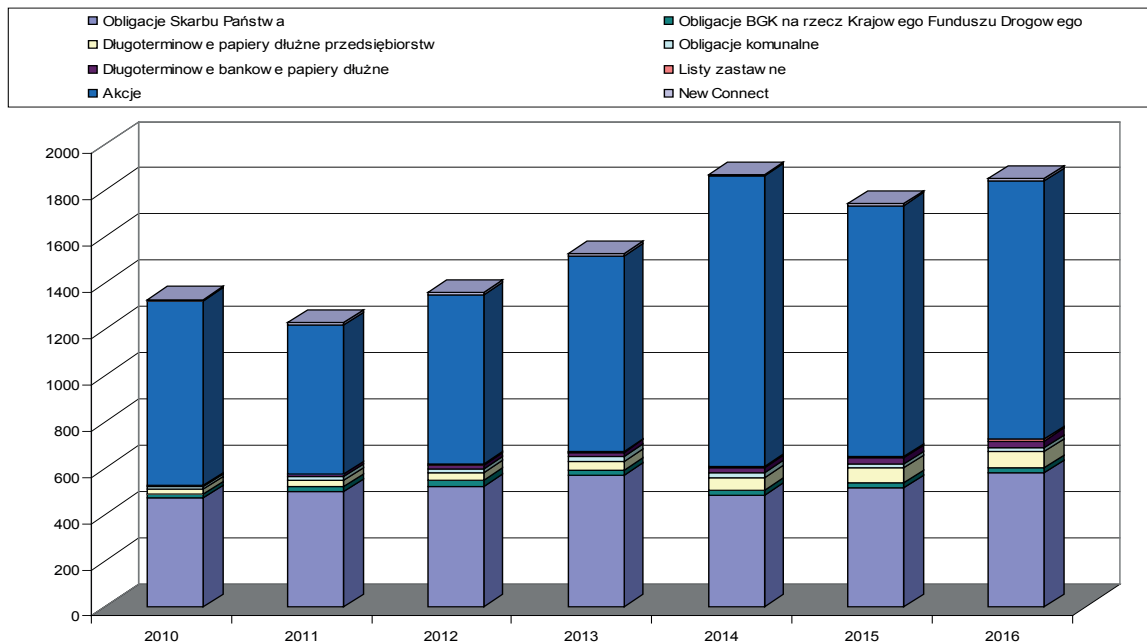
Najważniejszym segmentem rynku kapitałowego w Polsce jest Główny Rynek GPW, na którym są notowane akcje spółek krajowych i zagranicznych, oraz rynek obligacji skarbowych. Inne rynki odgrywają dużo mniejszą rolę. W tabeli 2 przedstawiono kształtowanie się obrotów instrumentami finansowymi na GPW w latach 2010 -2015.

Tabela 1. Wielkość poszczególnych segmentów krajowego rynku kapitałowego w latach 2010- 2016 (mld zł)

Wyszczególnienie	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Instrumenty dłużne razem	523,7	574,2	613,8	670,8	605,0	649,9	576,7
Obligacje Skarbu Państwa	471,3	495,2	520,0	565,7	482,9	513,4	22,7
Obligacje BGK	13,9	21,7	24,8	25,4	19,6	19,4	69
Długoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw	21,6	29,7	32,3	37,8	54,2	65,2	19,9
Obligacje komunalne	10,9	14,4	15,6	18,6	19,1	20,0	27,4
Długoterminowe bankowe papiery dłużne	5,2	10,4	18,0	20,0	25,1	26,5	7,6
Listy zastawne	2,5	2,9	3,1	3,3	4,1	5,4	1115,7
Instrumenty udziałowe razem	801,6	651,4	745,1	851,8	1262,1	1091,6	9,8
Główny rynek GPW	796,5	642,9	734,0	840,8	1253,0	1082,9	1848,8
NewConnect	5,1	8,5	11,1	11,0	9,1	8,7	9,8
Ogółem	1320,2	1217,1	1347,8	1511,6	1858,0	1732,8	1858,6

Źródło: [Rozwój,2013, s. 220; Rozwój 2017, s. 241].

Najważniejszym segmentem rynku giełdowego w Polsce jest rynek instrumentów udziałowych. Jego udział wprawdzie waha się w poszczególnych latach, niemniej zawsze stanowił ponad połowę wartości wszystkich instrumentów finansowych – od ok. 53 % w 2011 r. przez 67 % w 2014 r. do ok. 63% w 2015 r. Z kolei rynek instrumentów dłużnych został zdominowany przez rynek obligacji skarbowych z udziałem na poziomie 91, 3 % w 2009 r. do 79 % w 2015 r. (zob. rys. 10).



Rysunek 5. Struktura instrumentów finansowych na krajowym rynku kapitałowym w latach 2010- 2016.

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Rozwój 2013, s. 220; Rozwój systemu finansowego w 2015 r. NBP 2016, s. 241].

Wartość obligacji komunalnych stanowiła mniej więcej 2,5 -3,2 % całego portfela giełdowych papierów wartościowych w obrocie.

Wnioski

1. Struktura finansowania inwestycji infrastrukturalnych charakteryzuje się wysokim poziomem dźwigni finansowej w postaci głównie kredytów i pożyczek. Inne instrumenty, w tym kapitałowe, odgrywają dużo mniejszą rolę.
2. Udział instrumentów kapitałowych w strukturze finansowania jest bezpośrednio uzależniony od poziomu rozwoju rynków finansowych w danym kraju czy regionie.
3. W ujęciu światowym udział instrumentów kapitałowych w strukturze finansowania plasował się w granicach 37- 58% , zaś w Europie w granicach 34-58% .
4. W strukturze finansowania inwestycji publicznych w Polsce przeważają kredyty z relatywnie niższym niż w innych krajach europejskich udziałem instrumentów rynku kapitałowego. Taki wniosek płynie z badań Europejskiego Banku Inwestycyjnego i przeprowadzonych badań własnych.
5. Udział instrumentów kapitałowych dedykowanych finansowaniu inwestycji publicznych wynosił 2-5- 3 % obrotów na giełdzie papierów wartościowych.
6. W najbliższych latach na rynku finansowania inwestycji samorządowych nie zajdą spektakularne zmiany. Dopóki samorządy będą miały łatwy bądź względnie łatwy dostęp do środków z funduszy unijnych, sposoby ich finansowania w małym stopniu ulegną zmianom.

Literatura

Baza projektów PPP z podpisanymi umowami –czerwiec 2017, <http://www.ppp.gov.pl> (2.02.2018).

Bull R., Lethbridge N. 1996 Using Project Finance to Minimize the State Budget Funding of Essential Infrastructure in Emerging market economies w: Cost Benefit Analysis and Project Appraisal in Developing Countries, C. Kirkpatrick, J. Weiss, Edward Elgar, Cheltenham 1996.

Davis K. 2008 *Listed Infrastructure Funds: Funding and Financial Management*, <http://ssrn.com/abstract+1337473>

EIB Group Survey on Investment nad Investment Finance 2017 [2018], EIB , s. 16.

Global Infrastructure Finance 2016. League Tables, <http://ijglobal.com> (9.02.2018)

Global Infrastructure Finance 2017. League Tables, <http://ijglobal.com> (9.02.2018)

Informacja o wykonaniu budżetów jednostek samorządu terytorialnego 2015 <http://www.mf.gov.pl/ministerstwo-finansow/dzialalnosc/finanse-publiczne/budzety-jednostek-samorządu-terytorialnego/sprawozdania-budzetowe>

Informacja o wykonaniu budżetów jednostek samorządu terytorialnego 2016 <http://www.mf.gov.pl/ministerstwo-finansow/>

działalność/finanse-publiczne/budżety-jednostek-samorządu-terytorialnego/sprawozdania-budżetowe

Infrastructure Journal 2010- 2014.

Rozporządzenie Ministra Finansów z 2 marca 2010 r. w sprawie szczegółowej klasyfikacji dochodów, wydatków, przychodów i rozchodów oraz środków pochodzących ze źródeł zagranicznych (tekst jedn.: Dz.U. z 2014 r., poz. 1053).

Rozwój systemu finansowego w 2012 r. [2013], NBP, Warszawa.

Rozwój systemu finansowego w 2016 r. [2017], NBP, Warszawa.

Songer A.D., Diekmann J., Pecsok R.S. 1997 *Risk Analysis for Revenue Dependent Infrastructure Projects*, Construction Management and Economics, Vol. 15.



Narodowy Instytut Samorządu Terytorialnego powstał w 2015 r.
Jest państwową jednostką budżetową podległą MSWiA.
Działa na rzecz dalszej profesjonalizacji samorządu terytorialnego i administracji publicznej.

EKSPERTYZY NIST, ul. Zielona 18, Łódź 90-601
Sekretariat tel. +48 42 633 10 70
e-mail: sekretariat@nist.gov.pl