STUDIA I PRACE
Kolegium Zarządzania i Finansów
ZESZYT NAUKOWY 210

210/2026
s. 195–221

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
Kolegium Zarządzania i Finansów
https://econjournals.sgh.waw.pl/SiP

Czesław Bartłomiej Martysz
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
https://orcid.org/0000-0003-2461-0121

Rola obligacji komunalnych w finansowaniu jednostek samorządu terytorialnego. Część II: Wyniki badania ankietowego wśród skarbników JST

Streszczenie

Artykuł jest drugą częścią cyklu poświęconego roli obligacji komunalnych w finansowaniu jednostek samorządu terytorialnego (JST). Przedstawiono w nim wyniki autorskiego badania ankietowego przeprowadzonego wśród 297 samorządowców, z których 85,2% stanowili skarbnicy JST, a pozostałe odpowiedzi pochodziły od innych pracowników finansowych JST. Respondenci postrzegają obligacje komunalne przede wszystkim jako instrument bardziej elastyczny i mniej sformalizowany niż kredyty bankowe, m.in. ze względu na brak obowiązku stosowania procedur PZP, ale niekoniecznie tańszy pod względem opłat i prowizji. Doświadczenie emisyjne wyraźnie wiąże się z większą gotowością do kolejnych emisji obligacji komunalnych, przy istotnym zastrzeżeniu dotyczącym kosztów opłat i prowizji. Z kolei idea emisji kierowanych do mieszkańców nie zyskała szerokiej akceptacji, zwłaszcza w scenariuszu wyższych kosztów emisji i obsługi obligacji. Największą względną skłonność do ewentualnej emisji detalicznych obligacji komunalnych wykazują samorządy liczące powyżej 100 tys. mieszkańców.

Słowa kluczowe: obligacje komunalne, jednostki samorządu terytorialnego, badanie ankietowe, skarbnicy JST, finansowanie zwrotne JST, emisje kierowane do mieszkańców, emisje do inwestorów indywidualnych
Kody klasyfikacji JEL: G10, G18, G23, H63, H74

1. Wprowadzenie

W pierwszej części cyklu scharakteryzowano rynek obligacji komunalnych w Polsce (dalej: OK)[1], jego uwarunkowania regulacyjne oraz główne przewagi i ograniczenia tego instrumentu [Martysz, 2026]. Niniejszy artykuł rozwija tę perspektywę, przedstawiając wyniki badania ankietowego przeprowadzonego wśród skarbników jednostek samorządu terytorialnego (JST).

Celami artykułu są 1) zbadanie, jak samorządy postrzegają obligacje komunalne – w szczególności ich zalety i wady względem innych form finansowania – oraz 2) wskazanie głównych barier rozwojowych i postulatów usprawnień, w tym w kontekście emisji kierowanych do mieszkańców. Badanie ma wymiar aplikacyjny, ponieważ jego wyniki mogą wspierać JST w ocenie użyteczności obligacji komunalnych jako alternatywy wobec kredytów bankowych. W artykule przyjęto następujące hipotezy badawcze[2]:
H1: Samorządowcy oceniają obligacje korzystniej niż inne źródła finansowania zwrotnego.
H2: Samorządowcy pozytywnie oceniają ideę emisji kierowanych do mieszkańców[3].

Nadrzędnym celem cyklu artykułów jest upowszechnianie wiedzy o obligacjach komunalnych wśród polskich samorządowców, stąd wybór języka polskiego i koncentracja na praktycznych wnioskach z badań. W pierwszej części przeanalizowano literaturę, źródła instytucjonalne oraz dane KDPW/RZE dla lat 2020–2024, natomiast niniejszy artykuł przedstawia wyniki badania ankietowego skierowanego do skarbników JST, służącego weryfikacji hipotez dotyczących oceny obligacji komunalnych oraz stosunku JST do emisji kierowanych do mieszkańców. Cykl nawiązuje do wcześniejszych publikacji autora o nieskarbowych papierach dłużnych [Martysz, 2020, 2025], lecz przede wszystkim opiera się na szerokim badaniu ankietowym oraz doświadczeniach zawodowych autora związanych z organizacją emisji i bieżącą obsługą OK[4].

W tekście przyjęto następujące skrótowce typów JST: W (województwo), P (powiat), MNP (miasto na prawach powiatu), GM (gmina miejska), GWM (gmina wiejsko-miejska), GW (gmina wiejska).

[1] Obligacje komunalne zwane są także samorządowymi lub municypalnymi.

[2] Hipotezę H1 weryfikują odpowiedzi na pytania P15 – P18, a hipotezę H2 – na pytanie P24.

[3] Inspiracją do przyjęcia tej hipotezy badawczej była opinia Kamila Gemry, że obligacje komunalne byłyby dla inwestorów indywidualnych ciekawą alternatywą w stosunku do obligacji skarbowych, ponieważ reprezentują podobne ryzyko kredytowe. Zdaniem Gemry za brak emisji OK do inwestorów indywidualnych („zmarnowany potencjał") odpowiadają wyższe koszty emisji indywidualnych [Ptak-Iglewska, 2024]. Autor postanowił więc sprawdzić, czy sama idea kierowania emisji obligacji do mieszkańców samorządów podoba się skarbnikom JST i co na ten temat sądzą.

[4] Autor w latach 2018–2024 pracował w biurze Banku Pekao SA specjalizującym się w organizacji emisji obligacji.

2. Badanie ankietowe – metodologia i pytania

Aby odnieść się do wielu pojawiających się w literaturze przedmiotu hipotez dotyczących obligacji komunalnych, autor przeprowadził badanie ankietowe wśród skarbników polskich jednostek samorządu terytorialnego. Kwestionariusz obejmował 32 pozycje, w tym 28 pytań zamkniętych oraz cztery pytania otwarte (P28, P29, P30 i P32) (tabela 1). Prośbę o wypełnienie ankiety skierowano najpierw drogą mailową[5] do 2827 JST na podstawie adresów ze strony Ministerstwa Spraw Wewnętrznych i Administracji [MSWiA, 2025] a następnie (dodatkowo) do 570 skarbników JST[6]. Warto jednak zauważyć, że Główny Urząd Statystyczny (GUS) na dzień 1.01.2025 podaje liczbę 2875 JST [GUS, 2025], tj. 48 więcej od bazy MSWiA (+46 GM oraz +2 GW), zatem jako ogólną liczbę JST przyjęto właśnie 2875. Ponadto w zaproszeniu zarekomendowano, aby ankietę w imieniu samorządu wypełniła jedna osoba – skarbnik lub inna osoba bezpośrednio zaangażowana w sprawy finansowe.

Tabela 1. Kwestionariusz ankiety skierowanej do skarbników JST

	Pytanie	Odpowiedzi
1	Jaki jest typ Państwa samorządu?	a) gmina wiejska b) gmina wiejsko-miejska c) gmina miejska (miasto) d) miasto na prawach powiatu e) powiat f) województwo
2	Jaka jest orientacyjna populacja na terenie Państwa samorządu?	a) poniżej 5000 b) od 5000 do 10 000 c) od 10 001 do 20 000 d) od 20 001 do 50 000 e) od 50 001 do 100 000 f) od 100 001 do 200 000 g) powyżej 200 000
3	Jakie są dochody Państwa samorządu zapisane w budżecie na 2025 r.?	a) poniżej 50 mln zł b) od 50 mln zł do 100 mln zł c) od 101 mln zł do 250 mln zł d) od 251 mln zł do 500 mln zł e) od 501 mln zł do 1.000 mln zł f) powyżej 1.000 mln zł
4	Jaką funkcję pełni osoba wypełniająca niniejszą ankietę?	a) skarbnik b) zastępca skarbnika c) główna księgowa d) kierownik wydziału finansowego e) inna (proszę podać)

[5] Autor wysyłał korespondencję ze służbowej skrzynki pocztowej w SGH.

[6] Adresy e-mail ustalono na podstawie stron internetowych samorządów, w szczególności Biuletynów Informacji Publicznej. Próba miała charakter nielosowy, a dodatkowa wysyłka była skierowana głównie do JST posiadających wcześniejsze doświadczenie emisyjne (wytypowanych na podstawie danych KDPW), co w oczywisty sposób mogło zwiększyć udział przedstawicieli tych samorządów w próbie.

cd. tabeli 1

	Pytanie	Odpowiedzi
5	Jak długo pracuje Pani/Pan w finansach jednostek samorządu terytorialnego (łącznie we wszystkich JST)?	a) krócej niż 2 lata b) od 2 do 5 lat c) od 5 do 10 lat d) powyżej 10 lat
6	Z jakich źródeł finansowania zwrotnego (przychody zwrotne) korzystał Państwa samorząd od stycznia 2024 r.? [można wybrać więcej odpowiedzi]	a) pożyczki od firm pożyczkowych lub SKOK b) pożyczki od banków komercyjnych c) pożyczki z sektora publicznego (np. NFOŚiGW, BGK, EBI) d) kredyty bankowe obrotowe lub krótkoterminowe (np. w rachunku bieżącym) e) kredyty bankowe długoterminowe lub inwestycyjne f) obligacje komunalne g) zobowiązania z tytułu partnerstwa publiczno-prywatnego (PPP) h) instrumenty zwrotne w ramach KPO i) inne finansowanie specjalistyczne (np. JESSICA, ELENA, JASPERS) j) leasing (np. pojazdów, sprzętu, infrastruktury) k) żadne z powyższych l) inne (proszę podać)
7	Jaki udział mają obligacje komunalne w całkowitym zadłużeniu Państwa samorządu na koniec czerwca 2025 r. (Rb-Z)?	a) 0% b) od 1% do 20% c) od 21% do 40% d) od 41% do 60% e) od 61% do 80% f) od 81% do 100%
8	Czy Państwa samorząd już emitował obligacje komunalne?	a) tak b) nie c) nie wiem/nie posiadam takiej informacji
9	Jaki podmiot organizował i gwarantował emisję obligacji Państwa samorządu? [można wybrać więcej odpowiedzi]	a) bank komercyjny b) bank spółdzielczy c) biuro/dom maklerski d) nie wiem/nie pamiętam e) inne
10	Czy rozważają Państwo (nawet teoretycznie w dalszej przyszłości) emisję obligacji komunalnych?	a) zdecydowanie tak b) raczej tak c) nie wiem/trudno powiedzieć d) raczej nie e) zdecydowanie nie
11	Dlaczego nie rozważają Państwo emisji obligacji komunalnych? [można wybrać więcej odpowiedzi]	a) brak potrzeb finansowych w najbliższym czasie b) zbyt małe potrzeby finansowe, aby uzasadniać emisję obligacji c) zbyt skomplikowane procedury emisyjne/formalności d) wyższe koszty obligacji vs. inne źródła finansowania e) mamy dobre warunki w obecnym banku i możemy się tam dalej zadłużać f) brak wiedzy/doświadczenia na temat emisji obligacji lub procedur g) obawa przed nadmiernym zadłużeniem h) ogólna preferencja dla pożyczek lub kredytów bankowych ze względu na prostotę/dostępność i) brak korzystnych ofert organizacji emisji obligacji (pomimo przeprowadzenia konkursu) j) trudna sytuacja finansowa samorządu k) nie wiem/nie posiadam takiej informacji l) inne (proszę podać)

	Pytanie	Odpowiedzi
12	Czy ma Pani/Pan wiedzę lub doświadczenie dotyczące obligacji komunalnych?	a) tak, miałam/em do czynienia z obligacjami komunalnymi w obecnym samorządzie b) tak, miałam/em do czynienia z obligacjami komunalnymi w innym samorządzie c) znam (mniej więcej) zasady emisji/działania obligacji komunalnych, ale nie miałam/em z nimi do czynienia d) coś słyszałam/em o obligacjach komunalnych, ale niewiele o nich wiem i nie miałem z nimi do czynienia e) nie słyszałam/em o obligacjach komunalnych
13	Czy korzystali Państwo ze wsparcia firm doradczych (np. AESCO, Curulis/Publink) przy organizacji konkursu na wybór organizatora emisji obligacji komunalnych?	a) tak b) nie c) nie wiem
14	Czy zamierzają Państwo skorzystać ze wsparcia firm doradczych przy organizacji konkursu na wybór organizatora emisji obligacji komunalnych?	a) tak b) nie c) nie wiem
15	**Koszty i warunki finansowe** Proszę ocenić, na ile dana cecha wypada korzystniej przy obligacjach komunalnych niż przy innych źródłach finansowania (np. kredytach/pożyczkach):	a) większa elastyczność terminów wykupu (m.in. dopasowanie do zmian WPF) b) niższe marże (niższe %) c) niższe opłaty i prowizje (np. za udzielenie) d) niższa częstotliwość spłaty odsetek (np. tylko 2 razy w roku) e) brak zabezpieczeń f) możliwość przedterminowej spłaty g) możliwość przesuwania terminu spłaty (np. +2 lata) Odpowiedzi: Nie wiem, inne źródła DUŻO lepsze, inne źródła trochę lepsze, bez różnic, obligacje trochę lepsze, obligacje DUŻO lepsze
16	**Elastyczność konstrukcji** Proszę ocenić, na ile dana cecha wypada korzystniej przy obligacjach komunalnych niż przy innych źródłach finansowania (np. kredytach/pożyczkach):	a) elastyczne wykorzystanie środków na różne cele (np. deficyt, refinansowanie) b) możliwa długa karencja spłaty kapitału (np. dopiero po kilku latach lub w ostatnim roku) c) selektywne uruchamiane finansowania (np. tylko wybrane serie/transze) Odpowiedzi: j.w. (pyt. 15)
17	**Formalności i procedury** Proszę ocenić, na ile dana cecha wypada korzystniej przy obligacjach komunalnych niż przy innych źródłach finansowania (np. kredytach/pożyczkach):	a) szybsze uruchomienie finansowania b) mniej formalności organizatora (np. dokumenty, zaświadczenia itp.) c) mniej formalności z ogólnego prawa (np. PZP) Odpowiedzi: j.w. (pyt. 15)
18	**Inne** Proszę ocenić, na ile dana cecha wypada korzystniej przy obligacjach komunalnych niż przy innych źródłach finansowania (np. kredytach/pożyczkach):	a) możliwość dotarcia do różnych inwestorów (innych niż bank) b) dywersyfikacja źródeł finansowania c) efekt marketingowy (np. rozpoznawalność medialna) Odpowiedzi: j.w. (pyt. 15)
19	Jaki minimalny okres gotowości do emisji (od podpisania umowy z organizatorem) uznają Państwo za wystarczający przy założeniu, że warunki emisji pozostaną niezmienione w tym okresie?	a) 1 miesiąc b) 3 miesiące c) 6 miesięcy d) koniec bieżącego roku kalendarzowego e) koniec kolejnego roku kalendarzowego f) dłuższy okres (ponad 2 lata) g) Inne (proszę podać)

cd. tabeli 1

	Pytanie	Odpowiedzi
20	Jak ważne są dla Państwa poniższe kryteria przy wyborze organizatora emisji obligacji komunalnych?	a) łączne koszty całkowite emisji, mierzone stopą IRR (w tym odsetki i prowizje) b) możliwość rozszerzenia bazy inwestorów (innych niż organizator) c) doświadczenie organizatora w emisjach obligacji komunalnych d) reputacja i sytuacja finansowa organizatora e) długość okresu gwarancji emisji na ustalonych warunkach f) czas potrzebny do przeprowadzenia emisji (np. w ciągu 2 tygodni od wyboru organizatora) Odp: zupełnie nieważne, raczej nieważne, neutralne, raczej ważne, bardzo ważne, nie wiem/trudno powiedzieć
21	Które z poniższych warunków emisji obligacji komunalnych chcieliby Państwo poprawić w pierwszej kolejności, gdyby była taka możliwość? [można wybrać maksymalnie 2 odpowiedzi]	a) obniżenie marży obligacji (oprocentowania) b) obniżenie kosztów samej emisji obligacji (m.in. prowizji organizatora) c) obniżenie kosztów obsługi obligacji po emisji (m.in. opłaty agenta płatniczego, kosztów KDPW) d) wydłużenie terminu spłaty obligacji e) mniej sformalizowane warunki organizacji emisji (np. mniej raportowania) f) możliwość wcześniejszej spłaty obligacji w dowolnym momencie (opcja CALL)
22	Od 1 lipca 2019 r. wszystkie obligacje są rejestrowane w KDPW oraz widoczne na stronie https://rze.info/. Jak oceniają Państwo zmiany emisji i obsługi obligacji komunalnych od 1 lipca 2019 r.? Pytanie dotyczy porównania stanu sprzed i po wejściu w życie regulacji	a) nie emitowaliśmy obligacji przed 1 lipca 2019 r. b) nie emitowaliśmy obligacji po 1 lipca 2019 r. c) bardzo pozytywnie d) umiarkowanie pozytywnie e) neutralnie f) umiarkowanie negatywnie g) bardzo negatywnie h) nie wiem/nie mam zdania
23	Jakie jest Państwa stanowisko w kwestii publicznego notowania obligacji komunalnych na rynku Catalyst (GPW)? [można wybrać wiele odpowiedzi]	a) notowanie jest korzystne ze względu na lepszy wizerunek lub lepszą reputację/renomę JST b) notowanie może zwiększyć zaufanie inwestorów i ułatwić przyszłe emisje obligacji c) notowanie może obniżyć marżę, jeśli organizator uwzględni w swojej ofercie takie notowanie d) dostrzegamy pewne korzyści z notowania, ale wady (w tym obowiązki informacyjne lub koszty) przeważają nad zaletami e) nie widzimy potrzeby ani korzyści z notowania f) nie mamy wystarczającej wiedzy na temat notowania g) inne (proszę podać)
24	Czy byliby Państwo skłonni zaakceptować wyższe koszty emisji obligacji, gdyby obligacje Państwa samorządu były oferowane osobom fizycznym (w szczególności mieszkańcom Państwa samorządu) oraz notowane na giełdzie, aby służyć np. promocji samorządu, budowie postawy obywatelskiej oraz integracji społecznej?	a) zdecydowanie tak b) raczej tak c) nie wiem/trudno powiedzieć d) raczej nie e) zdecydowanie nie f) inne (proszę podać)
25	Czy Państwa samorząd rozważał kiedykolwiek emisję obligacji zielonych lub związanych ze zrównoważonym rozwojem (SLB)?	a) tak, prowadzono analizy b) tak, ale jedynie wstępnie c) nie, ale jesteśmy otwarci na taką możliwość d) nie i nie planujemy takich emisji

	Pytanie	Odpowiedzi
		e) nie wiem/nie mam zdania f) inne (proszę podać)
26	Jakie typy projektów mogłyby być w Państwa samorządzie finansowane z obligacji zielonych lub związanych ze zrównoważonym rozwojem (SLB)? [można wybrać wiele odpowiedzi]	a) termomodernizacja budynków publicznych b) OZE (np. fotowoltaika, biogazownie) c) gospodarka wodno-ściekowa d) transport niskoemisyjny e) zazielenianie przestrzeni publicznych f) gospodarka odpadami g) inne (proszę podać) h) nie wiem/nie mam zdania
27	Co stanowiłoby największą barierę w emisji zielonych obligacji lub obligacji związanych ze zrównoważonym rozwojem (SLB)? [można wybrać wiele odpowiedzi]	a) brak realnych korzyści z emisji zielonych obligacji b) brak wiedzy specjalistycznej lub doradztwa c) koszty certyfikacji/emisji d) brak projektów spełniających kryteria „zieloności" e) trudności organizacyjno-prawne f) inne (proszę podać) g) nie wiem/nie mam zdania
28	Co mogłoby zachęcić samorządy do emisji obligacji komunalnych (w ogóle lub częściej)?	(pytanie otwarte)
29	Jakie dostrzegają Państwo problemy związane z emisją lub obsługą obligacji komunalnych? Czy są problemy, które wymagają systemowego rozwiązania lub poruszenia w debacie publicznej? A może mieli Państwo jakieś złe doświadczenia z obligacjami?	(pytanie otwarte)
30	Czy brakuje Państwu jakichkolwiek innych instrumentów finansowych, które byłyby przydatne w działalności JST?	(pytanie otwarte)
31	Czy chcieliby Państwo otrzymać artykuł naukowy z wynikiem ankiety?	a) tak b) nie
32.	Czy chcieliby Państwo przekazać dodatkowe uwagi, komentarze lub pytania do organizatora badania?	(pytanie otwarte)

Źródło: opracowanie własne.

3. Badanie ankietowe – omówienie wyników[7]

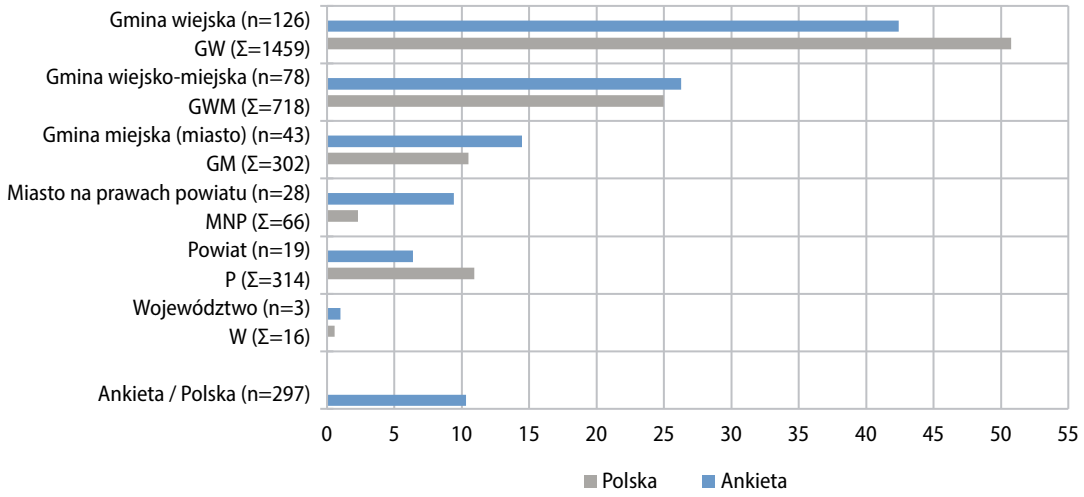
3.1. Charakterystyka próby badawczej

Pomiędzy 12.08.2025 a 5.09.2025 r. uzyskano 297 odpowiedzi od przedstawicieli 126 gmin wiejskich (GW), 78 gmin wiejsko-miejskich (GWM), 43 gmin miejskich (GM), 28 miast na prawach powiatu (MNP), 19 powiatów (P) oraz trzech województw (W). Ogółem otrzymano

[7] Aby ułatwić orientację, w nawiasach podano odniesienia do konkretnego pytania (np. pytanie 1 = P1).

więc odpowiedzi od przedstawicieli 297 JST, co odpowiada ok. 10% wszystkich samorządów, przy czym znacznie liczniej reprezentowane były MNP i GM, udział GWM był zbliżony do ich udziału w ogólnej liczbie JST, natomiast wyraźnie niedoreprezentowane były GW oraz powiaty (rysunek 1)[8]. Ostatecznie aż 85,2% ankiet wypełnili skarbnicy ($n = 253$). Pozostali ankietowani to kierownicy wydziału finansowego (4,4%, $n = 13$), zastępcy skarbnika (3,4%, $n = 10$) i osoby pełniące inne funkcje (7,1%, $n = 21$). Aż 88,9% wszystkich ankietowanych miało ponad 10 lat doświadczenia zawodowego w finansach JST – zaledwie 8,8% pracowało od 5 do 10 lat, a tylko 2,4% nie więcej niż 5 lat.

Rysunek 1. Reprezentacja JST w badaniu ankietowym vs. ogólna liczba JST (P1; %)



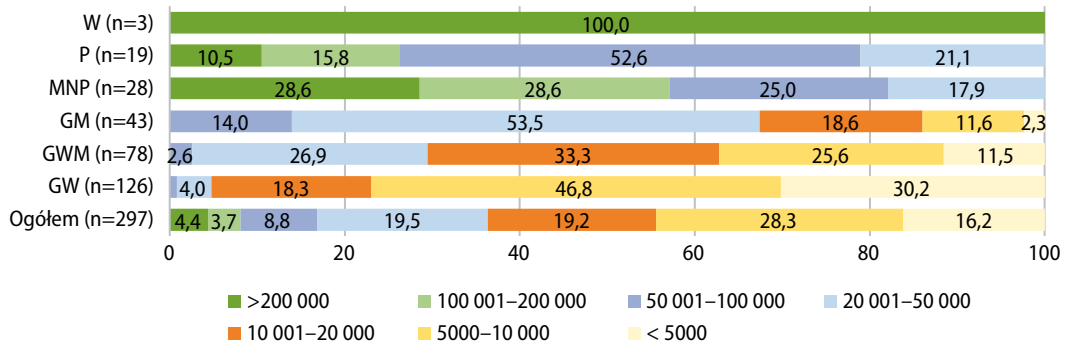
Źródło: opracowanie własne.

Najliczniej reprezentowane były samorządy o populacji 5–10 tys. mieszkańców (28,3%). Niemal 40% odpowiedzi pochodziło z JST z przedziału 10–50 tys. mieszkańców, przy czym najmniejsze gminy (<10 tys. mieszkańców) stanowiły łącznie aż 44,4% próby, zaś jednostki >100 tys. mieszkańców niespełna 8,1% (rysunek 2).

Wśród ankietowanych najwięcej (31%) stanowiły JST o dochodach 50–100 mln zł zapisanych w budżecie na 2025 r. (rysunek 3). Ponad 11% JST miało dochody przekraczające 500 mln zł – przede wszystkim miasta na prawach powiatu (MNP) oraz województwa (W). Budżety powiatów (P) plasowały się pomiędzy budżetami gmin miejskich (GM) a gmin wiejsko-miejskich (GWM). Ponieważ wielkość budżetu JST wyraźnie różnicowała wyniki, analizę wybranych kolejnych odpowiedzi prowadzono z podziałem na klasy dochodowe.

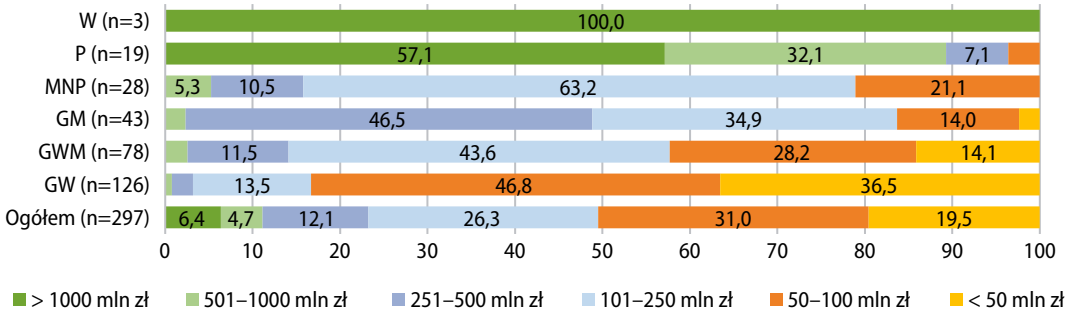
[8] Przykładowo, ogólny udział MNP w JST to 66/2875 = 2,3%, natomiast udział MNP w ankiecie był stosunkowo dużo większy bo 28/297 = 9,4%.

Rysunek 2. Orientacyjna populacja JST biorących udział w ankiecie według typu JST (P1, P2; %)



Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 3. Dochody JST zapisane w budżecie na 2025 r. według typu JST (P1, P3; %)



Źródło: opracowanie własne.

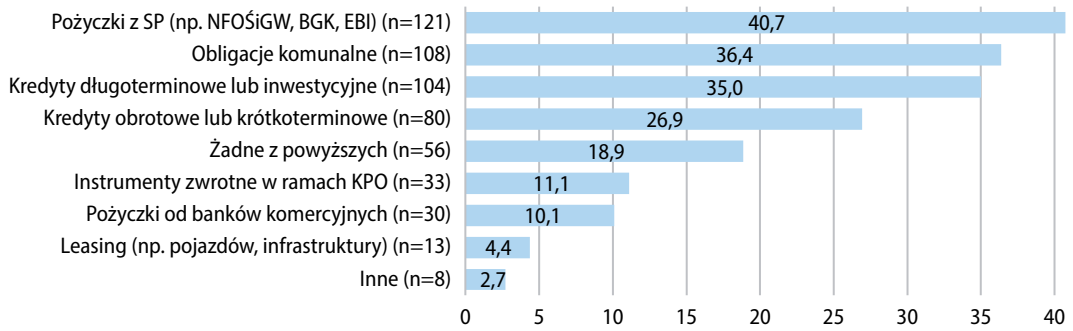
3.2. Finansowanie zwrotne JST i udział obligacji w zadłużeniu

Wśród źródeł finansowania zwrotnego JST najczęściej wskazywaną kategorią były – ujmowane łącznie – instrumenty bankowe: 35% JST korzystało z kredytów długoterminowych lub inwestycyjnych, 26,9% – z kredytów obrotowych lub krótkoterminowych, a 10,1% – z pożyczek od banków komercyjnych (rysunek 4). Instrumenty te odpowiadały łącznie za 214 z 553 wskazań, tj. 38,7% wszystkich wskazań 297 ankietowanych w pytaniu wielokrotnego wyboru, co pokazuje dominującą rolę banków w finansowaniu zwrotnym JST. Pojedynczo najczęściej wybieraną odpowiedzią były natomiast pożyczki z sektora publicznego (SP)[9], które wskazało 40,7% JST; obligacje komunalne wymieniło 36,4% JST. Prawie co piąty samorząd (19%)

[9] Były to m.in. pożyczki z Banku Gospodarstwa Krajowego (BGK), Europejskiego Banku Inwestycyjnego (EBI) oraz pożyczki z Narodowego Funduszu Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej (NFOŚiGW). Jeden z ankietowanych uznał obligacje komunalne za świetną formę finansowania, lecz podkreślił znacznie atrakcyjniejsze cenowo środki z KPO (oferowane przez BGK), czy też pożyczki z Mazowieckiego Regionalnego Funduszu Pożyczkowego (MRFP) lub NFOŚiGW.

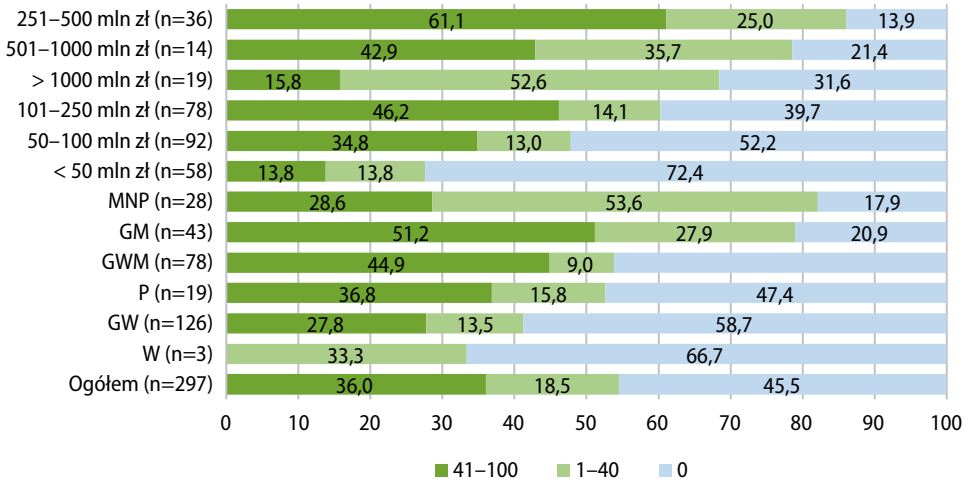
zadeklarował, że od stycznia 2024 r. w ogóle nie korzystał z finansowania zwrotnego. Pozostałe instrumenty (KPO[10] – 11,1%, leasing – 4,4%, inne – 2,7%) miały mniejsze znaczenie.

Rysunek 4. Źródła finansowania zwrotnego JST (przychody zwrotne) od stycznia 2024 r. (P6; %)



Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 5. Udział OK w zadłużeniu JST na dzień 30.06.2025 – według dochodów i typu JST (P1, P3, P7; %)



Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 5 pokazuje udział obligacji komunalnych w całkowitym zadłużeniu JST na dzień 30 czerwca 2025 r. Ogółem 45,5% badanych JST nie miało żadnych aktywnych obligacji. W podziale według wielkości dochodów obligacje najczęściej występowały w JST o dochodach 251–500 mln zł – około 86% z nich miało zadłużenie obligacyjne – a najrzadziej w najmniejszych samorządach z budżetem poniżej 50 mln zł (tylko 27,6% miało obligacje). Przy większych bu-

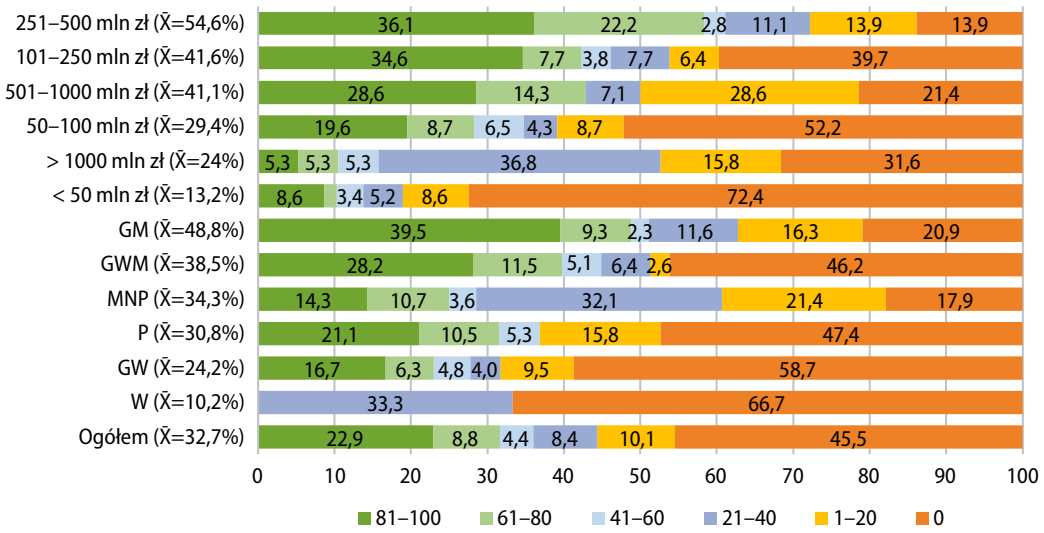
[10] W ankiecie wyróżniono osobno instrumenty zwrotne w ramach KPO oraz pożyczki z SP. Część JST mogła jednak zaklasyfikować pożyczki KPO zarówno jako „KPO", jak i jako „pożyczki z SP", dlatego wyniki tych dwóch kategorii nie powinny być sumowane, lecz uznane za częściowo nakładające się źródła finansowania.

dżetach udział JST z obligacjami pozostaje wysoki (ok. 79% w grupie 501–1000 mln zł i 68% powyżej 1 mld zł). Z perspektywy typu JST obligacje są standardem w miastach – występują u ok. 82% MNP i 79% GM – podczas gdy ponad połowa gmin wiejskich (tylko ok. 41% GW ma obligacje) oraz dwie trzecie województw w próbie w ogóle z nich nie korzysta.

W drugim ujęciu (rysunek 6) oszacowano przeciętny udział obligacji w zadłużeniu JST, licząc średnią ważoną z przedziałów odpowiedzi[11]. Ogółem ten szacowany średni udział obligacji wyniósł 32,7%, przy czym dla 22,9% JST przekraczał on 80% długu. W podziale według dochodów obligacje największą rolę odgrywają w JST o budżetach 251–500 mln zł ($\bar{X}$ = 54,6%), a najmniejszą w JST z dochodami poniżej 50 mln zł (13,2%). Z punktu widzenia typu JST dominują gminy miejskie (48,8%), następnie gminy miejsko-wiejskie (38,5%) i miasta na prawach powiatu (34,3%), podczas gdy w gminach wiejskich i województwach znaczenie obligacji jest relatywnie niewielkie (odpowiednio 24,2% i 10,2%).

Zestawienie rysunków 5 i 6 ujawnia ciekawą prawidłowość: obligacje najczęściej występują w MNP (82,1% z nich ma zadłużenie obligacyjne), ale najwyższy przeciętny udział w długu osiągają w GM (48,8%), podczas gdy w MNP jest on wyraźnie niższy (34,3%). Może to wynikać z szerszej palety finansowania dostępnej największym miastom (m.in. kredyty z EBI i innych instytucji rozwojowych), w której obligacje są jednym z wielu, a nie dominującym instrumentem.

Rysunek 6. Udział OK w zadłużeniu JST na 30.06.2025 według dochodów JST w budżecie na 2025 r. oraz typu JST, uszeregowany od największego szacowanego przeciętnego udziału (P1, P3, P7; %)



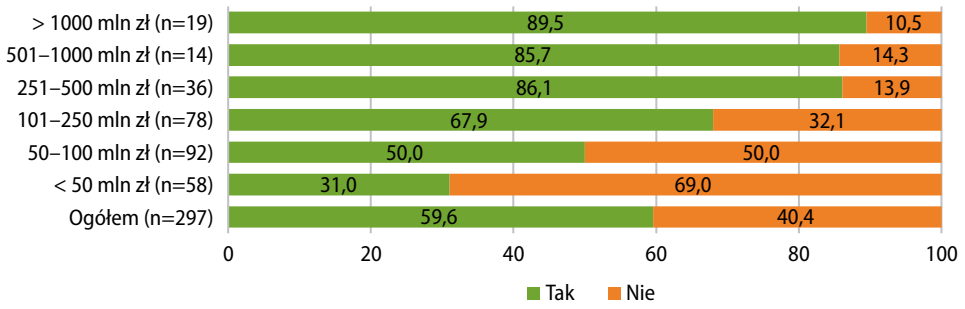
Źródło: opracowanie własne.

[11] Wartość tę obliczono, przypisując poszczególnym przedziałom odpowiedzi wagi równe środkowi przedziału (np. 81–100% → 90,5%, 61–80% → 70,5% itd.) oraz wyznaczając średnią ważoną na podstawie odsetka odpowiedzi w danym przedziale. Średnie wartości ($\bar{X}$) podano przy nazwie kategorii.

3.3. Doświadczenia emisyjne i skłonność do kolejnych emisji

Ponad połowa badanych JST (59,6%) ma doświadczenie z emisją OK[12]. Widać tu silną zależność od wielkości budżetu – jedynie 31% gmin z dochodami poniżej 50 mln zł prowadziło emisję OK, podczas gdy w przedziale 50–100 mln zł – już 50%, a przy dochodach 101–250 mln zł – aż 67,9%. W samorządach z dochodami >250 mln zł emisja obligacji komunalnych była czymś naturalnym – średnio ok. 87% z nich ma za sobą emisję OK (a w największych samorządach, z budżetem >1 mld zł, aż 89,5%) (rysunek 7).

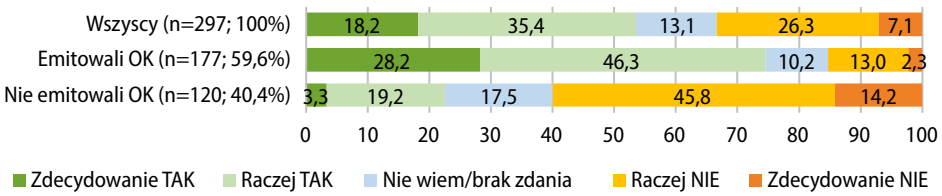
Rysunek 7. Emisje OK według dochodów JST w budżecie na 2025 r. (P3, P8; %)



Źródło: opracowanie własne.

Ponad połowa ankietowanych JST (ok. 54%) w większym (18,2% – „zdecydowanie tak") lub mniejszym stopniu (35,4% – „raczej tak") rozważa przeprowadzenie emisji OK. Jednostki samorządu terytorialnego z doświadczeniem emisyjnym wykazują znacznie większe zainteresowanie OK (łącznie 74,6% odpowiedzi „raczej/zdecydowanie tak") niż JST bez takich doświadczeń (22,5%). Wcześniejsze emisje wyraźnie sprzyjają otwartości na kolejne (rysunek 8). Brak doświadczenia emisyjnego JST (a w praktyce brak doświadczenia emisyjnego skarbników JST) można zatem uznać za istotną barierę rozwoju rynku obligacji komunalnych.

Rysunek 8. Ewentualne przyszłe emisje OK przez pryzmat doświadczeń emisyjnych JST (P8, P10; %)



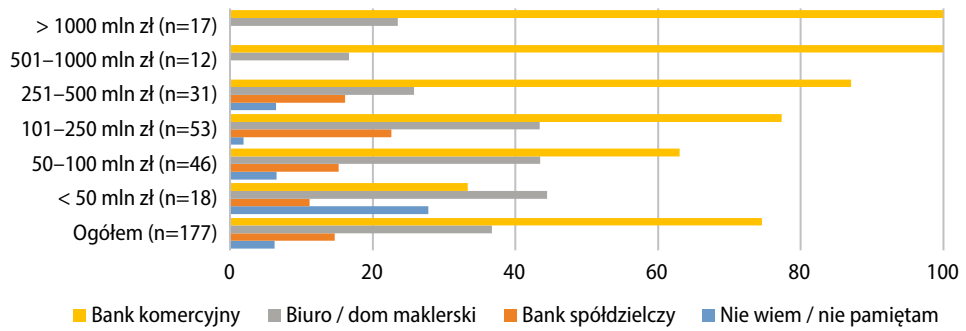
Źródło: opracowanie własne.

[12] Odsetek ten jest wyższy od udziału JST posiadających obligacje w zadłużeniu na 30.06.2025 r. (54,5%, por. rysunek 5), ponieważ 15 samorządów z doświadczeniem emisyjnym zadeklarowało w P7 zerowy udział obligacji w długu – wyemitowane przez nie serie zostały już w całości wykupione.

3.4. Organizatorzy emisji, bariery wejścia i wiedza o obligacjach

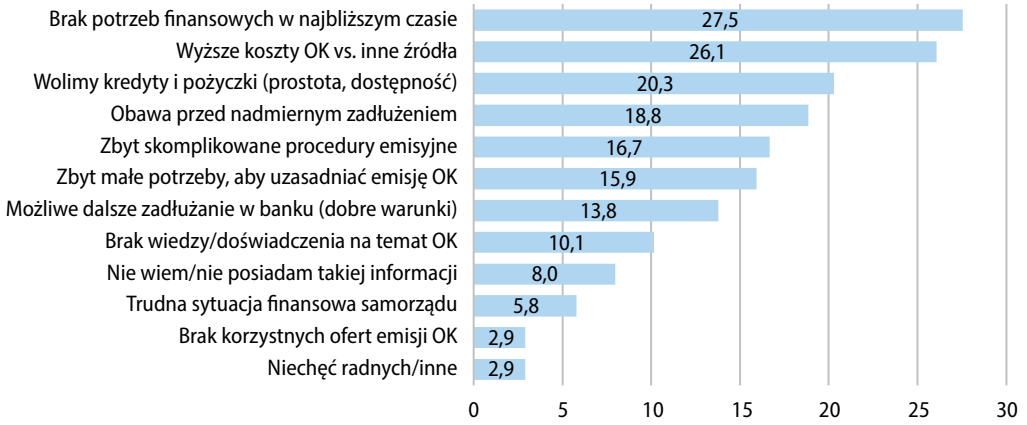
Następnie przedstawicieli 177 JST, które wcześniej emitowały obligacje komunalne, zapytano o podmioty organizujące i gwarantujące emisję (pytanie wielokrotnego wyboru). Wśród organizatorów zdecydowanie dominują banki komercyjne – wskazało je 74,6% JST, podczas gdy biura/domy maklerskie 36,7%, a banki spółdzielcze jedynie 14,7%. Jeśli spojrzymy na to pytanie przez pryzmat dochodów JST (rysunek 9), to widzimy, że banki spółdzielcze praktycznie nie występowały jako organizator emisji w JST z budżetem powyżej 500 mln zł. W najmniejszych jednostkach (<50 mln zł) rola banków komercyjnych jest wyraźnie mniejsza (33,3%), zaś większe znaczenie mają biura maklerskie (44,4%), a aż 27,8% respondentów nie potrafiło wskazać typu organizatora. Ogólnie udział banków komercyjnych jako organizatorów emisji rośnie wraz z wielkością budżetu JST.

Rysunek 9. Organizatorzy emisji OK według dochodów JST (P3, P9; %)



Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 10. Powody braku zainteresowania JST przyszłymi emisjami OK (P11; %)

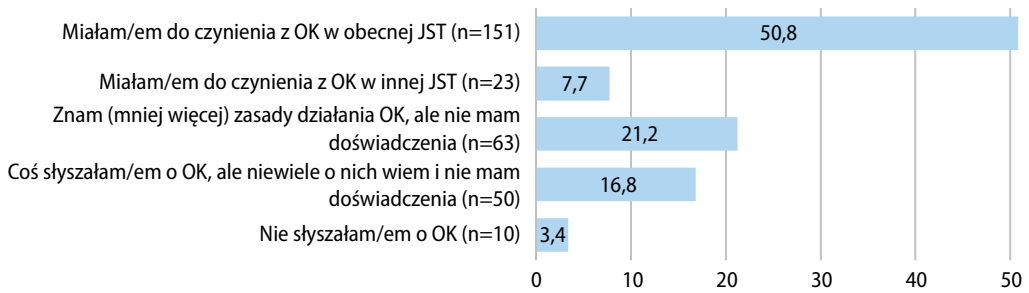


Źródło: opracowanie własne.

W dalszej części ankiety przedstawicieli 138 JST, które nie rozważają obecnie emisji OK lub nie mają w tej sprawie zdania, poproszono o wskazanie powodów takiej decyzji (rysunek 10). Najczęściej wymieniano brak potrzeb finansowych w najbliższym czasie (27,5%) oraz wyższe koszty obligacji w porównaniu z innymi źródłami finansowania (26,1%). Istotnym motywem była także preferencja dla kredytów i pożyczek ze względu na ich prostotę i dostępność (20,3%). Co piąta JST wskazywała obawę przed nadmiernym zadłużeniem (18,8%), a ok. 1/6 – zbyt skomplikowane procedury emisyjne (16,7%) i zbyt małe potrzeby, by uzasadniać emisję (15,9%) oraz możliwość dalszego zadłużania się w banku na dobrych warunkach (13,8%). JST bez doświadczeń emisyjnych częściej podkreślały brak wiedzy o OK (14,0% bez doświadczenia vs. 2,2% z doświadczeniem emisyjnym) i brak potrzeb finansowych (32,3% vs. 17,8%), lecz JST z doświadczeniem emisyjnym częściej wskazywały wyższe koszty OK (37,8% vs. 20,4%) i preferencję kredytów/pożyczek (28,9% vs. 16,1%). Co ciekawe, zbyt skomplikowane procedury wskazywano niezależnie od doświadczenia (16,1% vs. 15,6%) – ta bariera nie znika zatem wraz z praktyką.

Nieco ponad niż połowa ankietowanych (58,6%) miała wcześniej do czynienia z OK – w obecnej lub poprzedniej JST. Kolejne 21,2% zadeklarowało znajomość zasad działania OK, ale bez własnego doświadczenia. Łącznie prawie 80% badanych ($n = 237$) ma więc doświadczenie lub przynajmniej podstawową wiedzę o OK. Pozostałe 20,2% ankietowanych ma jedynie szczątkową wiedzę na temat OK bądź nie słyszało o nich w ogóle (rysunek 11).

Rysunek 11. Deklarowana wiedza lub doświadczenie dotyczące OK (P12; %)



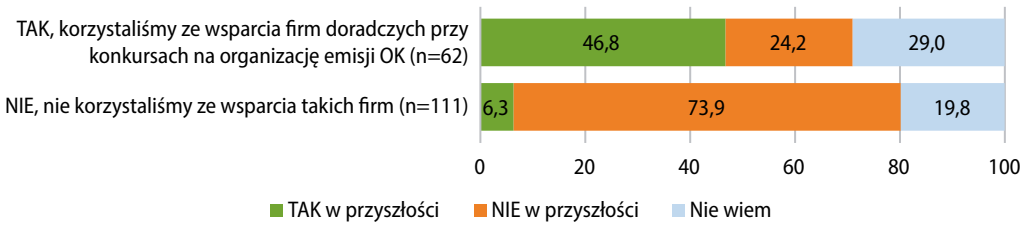
Źródło: opracowanie własne.

Rozkład odpowiedzi (P12) wskazuje, że problemem rozwoju rynku OK nie jest brak rozpoznawalności tego instrumentu, lecz raczej ograniczone doświadczenie praktyczne części JST. Z perspektywy rozwoju rynku obligacji komunalnych szczególne znaczenie mogą mieć działania obniżające organizacyjny i poznawczy koszt pierwszej emisji.

3.5. Ocena obligacji komunalnych na tle innych źródeł finansowania

W dalszej części badania zakres respondentów zależał od charakteru pytań. Pytania P13–P14 skierowano do 174 osób mających wcześniej do czynienia z OK, natomiast P15–P27 do szerszej grupy 237 respondentów, obejmującej także 63 osoby deklarujące znajomość zasad działania OK. Pierwszą z tych grup zapytano (P13–P14) o korzystanie ze wsparcia firm doradczych przy organizacji konkursu na wybór organizatora emisji oraz o zamiar skorzystania z takiego wsparcia w przyszłości (rysunek 12). Spośród 62 respondentów, którzy korzystali wcześniej z usług firm doradczych (np. AESCO, Curulis/Publink), niemal połowa (46,8%) deklaruje zamiar skorzystania z nich ponownie, 29% nie ma zdania, a 24,2% nie planuje tego robić ponownie. Z kolei wśród 111 respondentów, którzy wcześniej nie korzystali z takiego wsparcia, zamiar przyszłego skorzystania deklaruje jedynie 6,3%, podczas gdy 73,9% odpowiada przecząco, a 19,8% nie ma zdania. Wcześniejsze korzystanie z usług doradczych jest silnie związane z deklarowaną gotowością do przyszłej współpracy[13].

Rysunek 12. Stosunek JST do firm doradczych wspierających organizację emisji OK (P13, P14; %)[14]



Źródło: opracowanie własne.

Odpowiedzi na pytania 15–18 uporządkowano według odsetka wskazań, że OK są „trochę" lub „dużo" lepsze od innych form finansowania. Najwyżej oceniono: elastyczność terminów wykupu (71,3%), mniej formalności z ogólnego prawa, w tym PZP (69,6%) oraz możliwą karencję spłaty kapitału (68,8%)[15]. Nieco słabszą, ale wciąż wyraźną przewagę obligacji badani dostrzegają w rzadziej płaconych odsetkach (ok. 56%), selektywnym uruchamianiu serii (ok. 57%) i braku zabezpieczeń (ok. 51%). Po pominięciu odpowiedzi „bez różnicy"[16] obligacje przegrywają z innymi źródłami tylko w jednym aspekcie – wysokości opłat i prowizji. Wyższy udział odpowiedzi „nie wiem" przy cechach „miękkich"[17] sugeruje ograniczoną świadomość pozafinansowych korzyści emisji, natomiast duży odsetek odpowiedzi „bez różnicy"[18] przy

[13] Wyników tych nie należy jednak utożsamiać bezpośrednio z oceną satysfakcji ani wartości dodanej usług doradczych, o które respondentów wprost nie pytano.

[14] W analizie krzyżowej pominięto jednego respondenta, który w P13 odpowiedział „nie wiem".

[15] Spłata obligacji komunalnych domyślnie następuje jednorazowo w ostatnim roku (*bullet*).

[16] Suma odpowiedzi wskazujących na obligacje minus (–) suma odpowiedzi wskazujących na inne źródła fin.

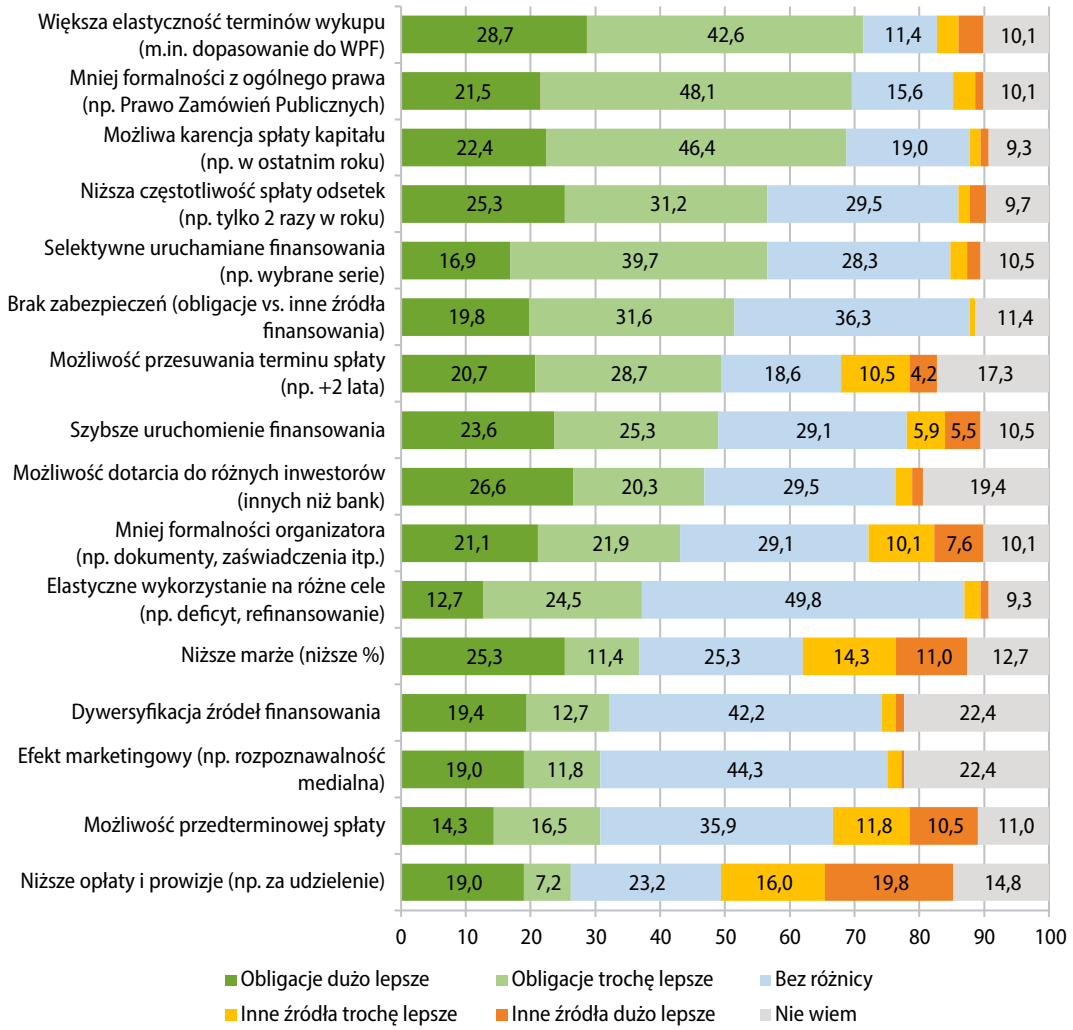
[17] Np. efekt marketingowy (ok. 22%), dywersyfikacja finansowania (ok. 22%), nowi inwestorzy (ok. 19%).

[18] Np. efekt marketingowy (ok. 44%), dywersyfikacja finansowania (ok. 42%) i elastyczne środki (ok. 50%).

części kryteriów wskazuje, że wiele JST traktuje obligacje raczej jako funkcjonalny substytut kredytu niż zupełnie odrębny instrument (rysunek 13).

Podsumowując, respondenci z wiedzą lub doświadczeniem dotyczącym OK ($n = 237$) postrzegają je przede wszystkim jako narzędzie zwiększające elastyczność zarządzania długiem, a nie jako jednoznacznie tańszą alternatywę dla kredytu – jedynym obszarem, w którym OK wyraźnie ustępują innym źródłom finansowania, są koszty opłat i prowizji[19].

Rysunek 13. Ocena OK w stosunku do innych źródeł finansowania (P15–P18; %)



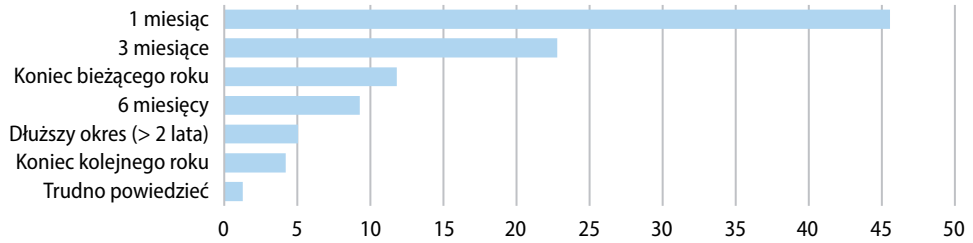
Źródło: opracowanie własne.

Dla 45,6% badanych ($n = 237$) minimalny akceptowalny okres gotowości organizatora do emisji przy ustalonych warunkach to zaledwie 1 miesiąc, a dla kolejnych 22,8% – 3 miesiące; łącznie z odpowiedziami „6 miesięcy" i „koniec bieżącego roku" oznacza to, że blisko 90% JST

[19] Chodzi o koszty transakcyjne, a nie o samo oprocentowanie długu (o to pytano osobno).

akceptuje gwarancję warunków nie dłuższą niż rok, podczas gdy okres powyżej roku wskazało niespełna 10% respondentów (rysunek 14). Samorządowcy akceptują zatem relatywnie krótki okres ważności oferty (emisja na ustalonych warunkach), co ogranicza premię za ryzyko, które organizator musi uwzględnić w marży OK[20]. Problem zbyt długiego okresu gotowości emisyjnej w praktyce raczej nie stanowi bariery rozwoju rynku OK.

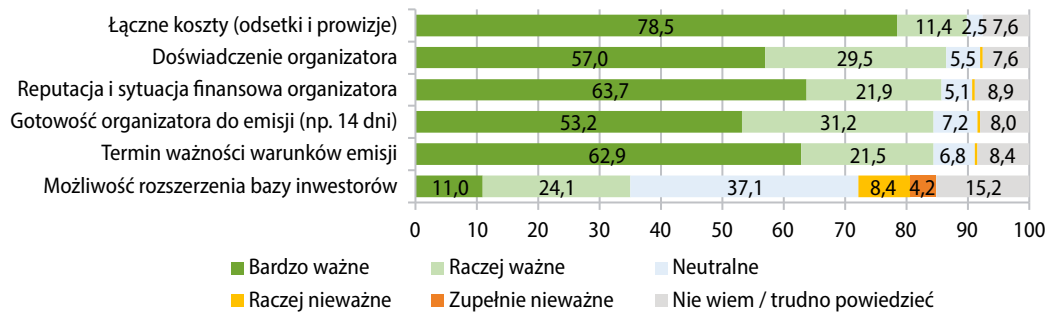
Rysunek 14. Minimalny okres gotowości do emisji (od podpisania umowy z organizatorem) przy założeniu, że warunki emisji pozostaną niezmienione w tym okresie (P19; %)



Źródło: opracowanie własne.

Dla respondentów z wiedzą lub doświadczeniem dotyczącym OK ($n = 237$) przy wyborze organizatora emisji OK najważniejsze są łączne koszty OK (blisko 90% wskazań „bardzo/raczej ważne") oraz reputacja, doświadczenie i zdolność do szybkiego przeprowadzenia emisji (ponad 80% wskazań „bardzo/raczej ważne"), podczas gdy możliwość rozszerzenia bazy inwestorów ma drugorzędne znaczenie[21] – tylko ok. 1/3 badanych uznaje ją za istotną, a dominują odpowiedzi neutralne lub „nie wiem" (rysunek 15).

Rysunek 15. Ocena istotności wybranych parametrów OK przez JST (P20; %)



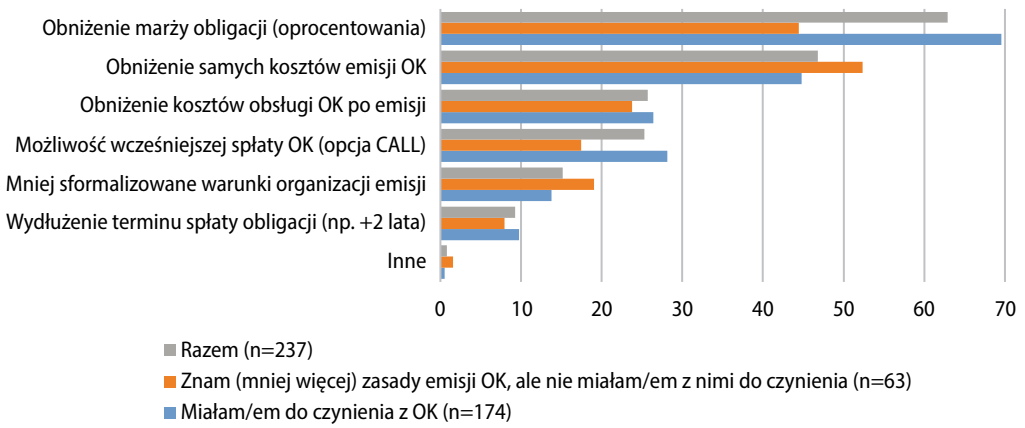
Źródło: opracowanie własne.

[20] Dłuższy okres gotowości do objęcia emisji z góry ustaloną marżą może zniechęcać organizatorów emisji, ponieważ ogranicza możliwość odsprzedaży obligacji do funduszy inwestycyjnych, które zwykle działają w krótszym horyzoncie decyzyjnym niż banki. Ponieważ przy obligacjach co do zasady nie występuje prowizja za gotowość do emisji, typowa dla kredytów, banki kompensują długie „zafiksowanie" warunków wyższą marżą.

[21] Rzadka chęć poszerzenia grona inwestorów najpewniej wynika z tego, że wiele JST postrzega relację z organizatorem emisji jak relację z „bankiem-kredytodawcą" – i nie zawsze w pełni uświadamia sobie, że obligacje mogą być dalej odsprzedawane, a obligatariusz nie musi być tożsamy z organizatorem emisji. Skądinąd w regulaminach konkursów na wybór organizatora emisji często pojawia się (budzący wątpliwości co do zgodności z prawem) obowiązek ujawnienia inwestorów w przypadku odsprzedaży obligacji tuż po emisji.

Wśród respondentów z wiedzą lub doświadczeniem dotyczącym OK ($n = 237$) najczęściej wskazywanym oczekiwaniem wobec emisji OK jest obniżenie marży obligacji (62,9%), a w drugiej kolejności – samych kosztów emisji (46,8%). Znacznie rzadziej pojawiają się postulaty obniżenia kosztów obsługi po emisji (25,7%) oraz wprowadzenia szerszej opcji wcześniejszego wykupu (CALL[22]; 25,3%). Uproszczenie formalności (15,2%) i wydłużenie terminu spłaty (9,3%) mają wyraźnie mniejsze znaczenie. W podziale na doświadczenie praktyczne widać, że „praktycy" częściej akcentują obniżkę marży i większą elastyczność wcześniejszej spłaty, natomiast osoby znające OK jedynie z teorii relatywnie częściej wskazują na koszty emisji i poziom sformalizowania procedur (rysunek 16).

Rysunek 16. Które warunki emisji JST chciałyby poprawić w pierwszej kolejności (P12, P21; %)



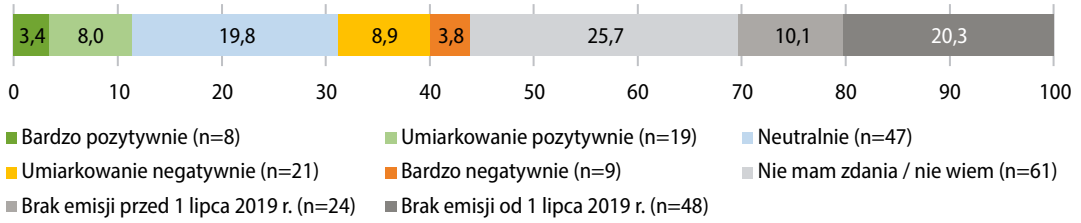
Źródło: opracowanie własne.

3.6. Notowanie obligacji, emisje do mieszkańców i segment obligacji „zielonych"

Wśród osób dopuszczonych do pytań P15–P27 ($n = 237$) oceny zmian w zakresie emisji i obsługi OK po 1 lipca 2019 r. są dość wyważone: odsetki ocen pozytywnych (11,4%) i negatywnych (12,7%) są zbliżone, przy sporej grupie odpowiedzi neutralnych (19,8%) oraz „nie mam zdania/nie wiem" (25,7%). Ponad 30% osób wskazało brak doświadczenia emisyjnego w jednym z dwóch porównywanych okresów, co ogranicza możliwość bezpośredniej oceny skutków zmiany regulacji (rysunek 17). Oznacza to, że tylko ok. 1/4 przedstawicieli JST ma wyraźnie ugruntowaną (pozytywną lub negatywną) opinię o nowych regulacjach, a większość albo nie widzi istotnej różnicy, albo nie ma podstaw, by ją ocenić.

[22] Wprowadzenie opcji CALL, aby dać samorządom możliwość wcześniejszego wykupu OK, obniża atrakcyjność papieru dla inwestorów – im wcześniej opcja CALL może być wykonana, tym mniej inwestorzy są skłonni do zakupu papieru powyżej nominału (w obawie przed stratą tej premii w wyniku przedterminowego wykupu). Na rynku papierów komercyjnych opcja CALL zwykle pojawia się w drugiej połowie życia papieru.

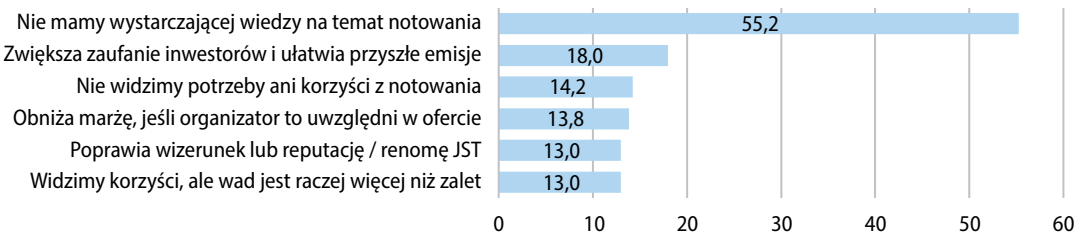
Rysunek 17. Ocena zmian zasad emisji i obsługi obligacji komunalnych od 1 lipca 2019 r. (P22)



Źródło: opracowanie własne.

Kolejne odpowiedzi pokazują dużą lukę informacyjną – w pytaniu wielokrotnego wyboru ponad połowa JST (55,2%) zadeklarowała brak dostatecznej wiedzy o notowaniu OK na GPW Catalyst. Pozostałe stanowiska są wyrównane: 13–18% badanych dostrzega zarówno potencjalne korzyści (lepszy wizerunek, większe zaufanie inwestorów, możliwe obniżenie marży), jak i brak potrzeby notowania. Bez poprawy poziomu wiedzy o notowaniu trudno więc oczekiwać szerszego wykorzystania tego instrumentu przez JST (rysunek 18).

Rysunek 18. Ocena publicznego notowania obligacji komunalnych na rynku Catalyst (GPW) (P23; %)



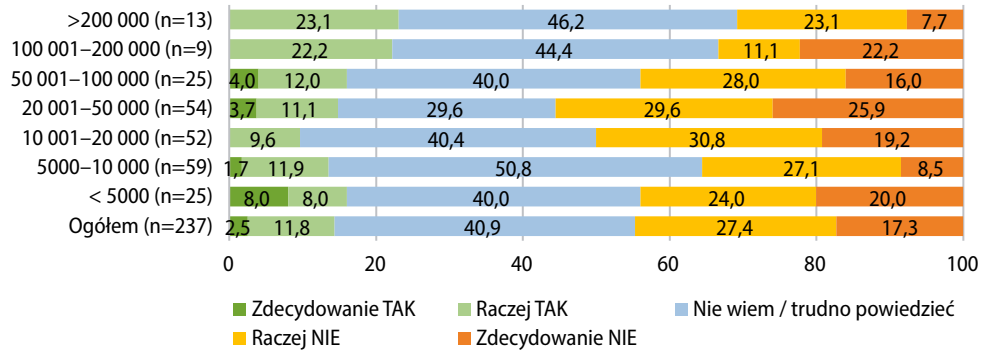
Źródło: opracowanie własne.

Następne pytanie dotyczyło gotowości do akceptacji wyższych kosztów emisji[23] w zamian za możliwość oferowania obligacji komunalnych osobom fizycznym (szczególnie mieszkańcom) oraz ich notowania na giełdzie. Wyniki uszeregowano według malejącej liczby mieszkańców, ponieważ parametr ten najlepiej odzwierciedla potencjalną bazę indywidualnych inwestorów w danej JST (rysunek 19). Jedynie ok. 14% respondentów z analizowanej podgrupy byłoby skłonnych zaakceptować wyższe koszty emisji, podczas gdy ponad 4/5 badanych sprzeciwia się takiemu rozwiązaniu lub nie ma w tej sprawie zdania. Najwyższe poparcie występuje w największych miastach (powyżej 100 tys. mieszkańców, ok. 22–23% odpowiedzi

[23] Emisje obligacji do osób fizycznych będących klientami detalicznymi mogą organizować wyłącznie biura lub domy maklerskie – por. art. 33a ustawy z 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz.U. z 2025 r. poz. 1667). Emisje detaliczne są bardziej pracochłonne, subskrypcja (zbieranie zapisów) dłuższa (min. 2 tygodnie), a przeciętne zapisy dużo niższe niż w emisjach kierowanych do instytucji finansowych, co przekłada się na wyższe koszty takich emisji. Pytanie 24. miało zatem zbadać, na ile JST są gotowe ponieść tę dodatkową „premię kosztową" właśnie w imię popularyzacji obligacji wśród mieszkańców i realizacji funkcji społeczno-edukacyjnej.

„raczej tak"), a relatywnie wyższe – choć nadal umiarkowane – także w najmniejszych gminach (poniżej 5 tys. mieszkańców, ok. 14–16% odpowiedzi „tak"). W jednostkach średniej wielkości odsetek odpowiedzi „tak" zwykle nie przekracza 10–15%, co pokazuje, że akceptacja wyższych kosztów emisji w imię popularyzacji obligacji wśród mieszkańców pozostaje na razie ograniczona[24].

Rysunek 19. Skłonność JST do akceptacji wyższych kosztów emisji, gdyby OK oferowano osobom fizycznym (w szczególności mieszkańcom) oraz notowano na GPW (P24; %)



Źródło: opracowanie własne.

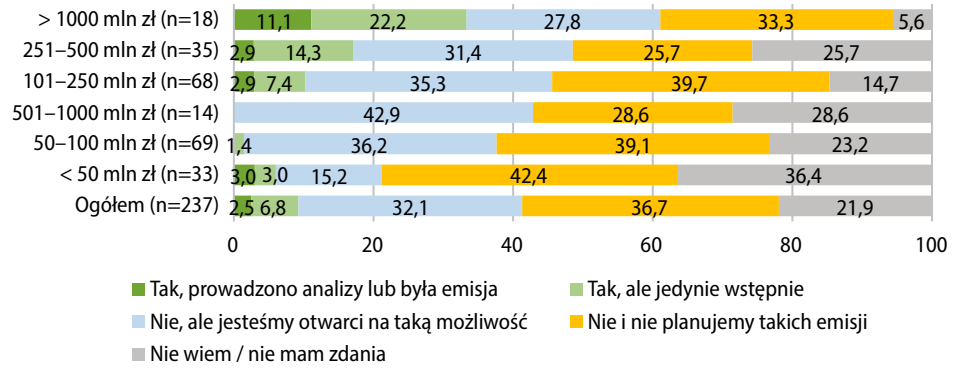
Kolejne dwa pytania dotyczyły często poruszanego w ostatnich latach tematu emisji obligacji „zielonych" oraz związanych ze zrównoważonym rozwojem (SLB)[25]. Ogółem 36,7% respondentów z analizowanej podgrupy zadeklarowało, że nie rozważa i nie planuje takich emisji, natomiast zbliżona grupa (32,1%) nie ma tu doświadczenia, ale jest otwarta na możliwość emisji takich papierów. Aż 21,9% respondentów nie potrafiło zająć stanowiska, zaś realne działania deklarowało tylko ok. 9% JST (6,8% – jedynie wstępne rozważania, 2,5% – przeprowadzone analizy lub emisja). Można zauważyć, że zainteresowanie emisjami „zielonymi" lub SLB ogólnie rośnie wraz ze skalą budżetu samorządu (rysunek 20).

W odpowiedziach na pytanie o potencjalne zastosowania zielonych obligacji dominują klasyczne projekty infrastrukturalne: termomodernizacja budynków publicznych (47,3%), gospodarka wodno-ściekowa (41,8%) oraz inwestycje w OZE (36,3%). Jednocześnie aż 32,1% respondentów nie wiedziało lub nie miało zdania, co sugeruje wciąż ograniczoną świadomość potencjalnych zastosowań zielonych obligacji wśród części JST (rysunek 21).

[24] Komentarz pewnego skarbnika: emisja obligacji kierowanych do mieszkańców może być uzasadniona nawet przy nieco wyższych kosztach, ponieważ „gmina dzieli się odsetkami z własnymi mieszkańcami, a nie z bankiem". Tego typu argument – podkreślający lokalny charakter korzyści finansowych i budowę kapitału społecznego – może zostać zaakceptowany również przez Regionalną Izbę Obrachunkową (RIO), o ile w uzasadnieniu wyraźnie wskaże się celowość i gospodarność poniesienia wyższych kosztów emisji.

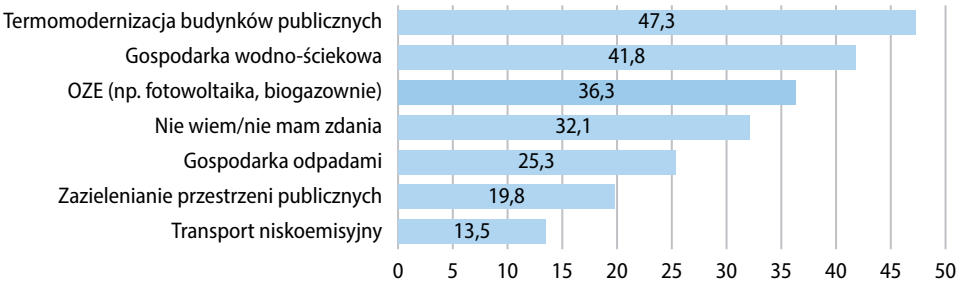
[25] Pieniądze pozyskane z emisji zielonych obligacji są przeznaczane na ściśle zdefiniowane „zielone" projekty (np. OZE, termomodernizacja, transport niskoemisyjny). Obligacje typu SLB (*sustainability-linked bonds*) nie muszą finansować konkretnych projektów środowiskowych – ich wyróżnikiem jest powiązanie warunków finansowych emisji (np. marży) z osiągnięciem przez emitenta określonych celów zrównoważonego rozwoju (KPI).

Rysunek 20. Emisje zielonych OK lub związanych ze zrównoważonym rozwojem (SLB) (P25; %)



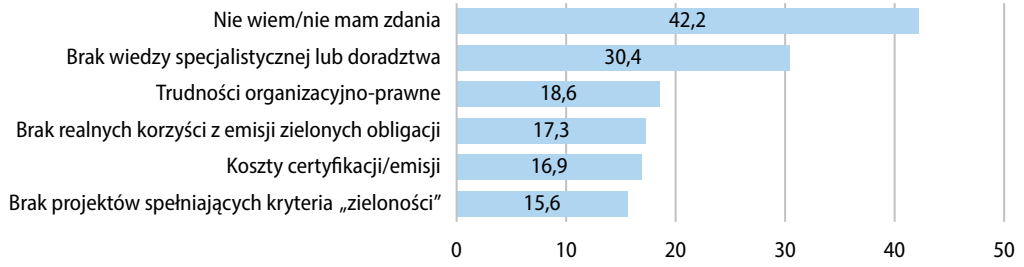
Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 21. Potencjalne typy projektów do sfinansowania z obligacji zielonych lub SLB[26] (P26; %)



Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 22. Największe bariery w emisji obligacji zielonych lub SLB (P27; %)



Źródło: opracowanie własne.

W odpowiedziach na pytanie o bariery emisji obligacji zielonych lub SLB na pierwszy plan wysuwa się deficyt wiedzy: 30,4% JST wskazało brak specjalistycznej wiedzy, a aż 42,2%

[26] W przypadku SLB wykorzystanie środków z emisji nie musi być przypisane do konkretnych projektów, ponieważ ten instrument opiera się na powiązaniu warunków finansowych z realizacją określonych KPI.

przyznało, że w ogóle nie potrafi ocenić, co byłoby główną przeszkodą. Jak widać, podstawową barierą dla rynku zielonych obligacji w JST jest brak kompetencji i informacji, a dopiero w dalszej kolejności czynniki kosztowe lub prawne (rysunek 22).

3.7. Wyniki pytań otwartych

Ciekawych wniosków dostarczają odpowiedzi na pytania otwarte (28, 29, 30 i 32), które podsumowano według trzech perspektyw: ogółu badanych JST, samorządów planujących emisję obligacji komunalnych oraz JST nieplanujących takiej emisji (tabela 2). Główne bariery związane z emisją OK to koszty, biurokracja po 2019 r. i brak możliwości wcześniejszego wykupu. JST potrzebują tańszych, odpowiednich dla nich źródeł finansowania oraz rzetelnych szkoleń.

Jednostki samorządu terytorialnego planujące emisje OK doceniają szybki dostęp do środków, możliwość dopasowania wykupu do WPF i elastyczność OK. Oczekują one również ograniczenia kosztów KDPW, prostszych obowiązków raportowych oraz rozwoju specjalistycznych instrumentów (np. bank obligacyjny, obligacje lokalne).

Tabela 2. Pytania otwarte i ogólne uwagi (P28, P29, P30, P32)[27]

Istota Pytania	Odpowiedzi ogólne	Odpowiedzi częstsze u JST planujących emisje OK	Odpowiedzi częstsze u JST nieplanujących emisji OK
28. Zachęty do emisji OK	Obligacje mogą być atrakcyjne tylko wtedy, gdy łączne koszty (marża, prowizje, opłaty techniczne) są niższe lub co najmniej porównywalne z kredytem, a konstrukcja bardziej elastyczna i mniej sformalizowana[28] od kredytów.	Szybki dostęp do środków, możliwość dopasowania wykupu do WPF; oczekiwanie niższych kosztów KDPW i prostszego raportowania. Część JST chwaliła obligacje jako swoje główne źródło finansowania zwrotnego.	Bardzo dobre warunki kredytów, niechęć do zadłużania się oraz brak wiedzy i wsparcia doradczego.
29. Postrzegane problemy związane z emisją lub obsługą OK.	Wyższe koszty niż przy kredytach, skomplikowane procedury i biurokracja – zwłaszcza od 2019 r. (w tym dużo czasu poświęconego na obsługę) oraz trudności z wcześniejszym wykupem obligacji.	Pozytywne doświadczenia z OK – ta grupa JST traktuje obligacje komunalne jako dobre narzędzie, ale „przyduszone" nowymi regulacjami i dodatkowymi kosztami od 2019 r. Luki w edukacji, niezrozumienie obligacji przez mieszkańców lub radnych[29].	Brak wiedzy, złożoności procedur oraz poczucie „małego samorządu", dla którego obligacje są zbyt skomplikowane, mało popularne lub egzotyczne.

[27] Odpowiedzi na pytania otwarte pogrupowano tematycznie. Odpowiedzi udzieliło odpowiednio 147, 129, 108 i 76 respondentów, przy czym część ograniczała się do stwierdzenia braku uwag.

[28] Jeden z ankietowanych stwierdził, że „przy kredytach wszystkie koszty znajdują się w marży (która ostatnio jest niższa, niż przy emisji obligacji), a w SIWZ zawiera się dane dotyczące możliwości wcześniejszej spłaty, nieskorzystania z całości kredytu, itp. bez dodatkowych opłat".

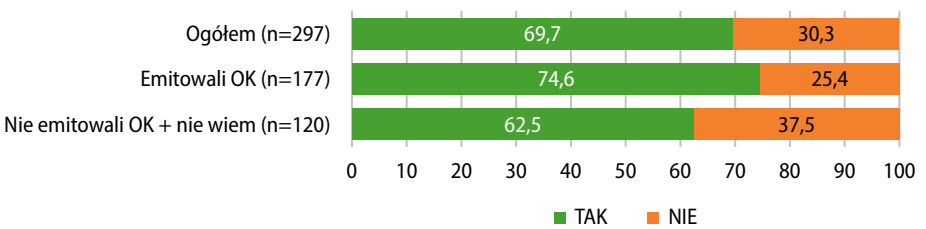
[29] Pojawiały się głosy, że mieszkańcy lub radni nie rozumieją tego instrumentu i wydaje im się, że samorząd emitujący obligacje jest na skraju upadłości.

Istota Pytania	Odpowiedzi ogólne	Odpowiedzi częstsze u JST planujących emisje OK	Odpowiedzi częstsze u JST nieplanujących emisji OK
30. Potrzeby JST w zakresie innych instrumentów finansowych.	Często brakuje nie tyle nowych instrumentów, co tańszych i dedykowanych samorządom źródeł finansowania – przede wszystkim preferencyjnych pożyczek i linii kredytowych (np. BGK, NFOŚ) oraz stabilnych dotacji na zadania ustawowe, zwłaszcza wydatki bieżące w oświacie i inwestycje współfinansowane środkami UE. Brakuje instrumentów zwrotnych niewliczanych do indywidualnego wskaźnika zadłużenia.	Bardziej specyficzne oczekiwania: specjalne, preferencyjne instrumenty dla JST (np. bank obligacyjny, obligacje społeczne/lokalne, krótkoterminowe papiery do zarządzania płynnością) oraz stabilne, bezzwrotne źródła finansowania.	Postulaty zwiększenia subwencji i dotacji, łatwiejszego dostępu do tanich pożyczek oraz instrumentów prefinansowania, a więc raczej „więcej pieniędzy" niż bardziej skomplikowanych produktów.
32. Dodatkowe uwagi, komentarze lub pytania.	Brakuje rzetelnych i obiektywnych szkoleń ukierunkowanych na pozabankowe źródła finansowania samorządów (szczególnie obligacje komunalne) oraz prostych, jasnych przepisów dotyczących emisji i wykorzystania długu (w tym PZP).	Należy rozpowszechniać wiedzę i praktykę na temat obligacji (np. na Forum Skarbników). Odpowiedzi na niektóre pytania (np. 24.) mogą być inne u wójta a inne u skarbnika (czynniki społeczno-polityczne).	Finansowanie konkretnych potrzeb JST może być korzystniejsze niż zaciąganie zobowiązań hurtem (np. emisją obligacji na pokrycie całego deficytu).

Źródło: opracowanie własne.

Z kolei JST nieplanujące emisji OK częściej wskazują na bardziej atrakcyjne warunki kredytów, zbytnią komplikację procedur emisji OK w stosunku do niewielkich potrzeb zaspokajanych kredytami, niechęć do zadłużania się oraz brak wiedzy i wsparcia doradczego. Preferują także zwiększenie subwencji, łatwiejszy dostęp do tanich pożyczek i finansowanie pojedynczych projektów zamiast emisji na cały deficyt.

Rysunek 23. Chęć otrzymania wyników ankiety przez pryzmat doświadczenia emisyjnego JST (P8, P31; %)



Źródło: opracowanie własne.

Na koniec warto podkreślić, że prawie 70% samorządowców (207 z 297) chciałoby zapoznać się z wynikami niniejszego badania, przy czym reprezentanci JST z doświadczeniem

emisyjnym trochę częściej (ok. 75%) niż pozostali (63%) deklarowali taką chęć (rysunek 23). Świadczy to o dużym zainteresowaniu samorządowców tematyką obligacji komunalnych i koresponduje z formułowanym w pytaniach otwartych zapotrzebowaniem na rzetelną wiedzę o tym instrumencie.

4. Podsumowanie

Wyniki ankiety w dużej mierze potwierdzają wnioski przedstawione w części I cyklu, zgodnie z którymi obligacje komunalne są postrzegane przez JST przede wszystkim jako instrument bardziej elastyczny i mniej sformalizowany niż kredyt bankowy, lecz niekoniecznie tańszy w sensie łącznych kosztów emisji i obsługi. Respondenci najwyżej oceniali takie cechy obligacji jak możliwość lepszego dopasowania terminów wykupu do wieloletniej prognozy finansowej, mniejszy formalizm prawny oraz większa swoboda konstrukcji harmonogramu spłat. Jednocześnie obligacje komunalne wyraźnie przegrywają z innymi źródłami finansowania w jednym obszarze: opłat i prowizji, co oznacza, że z perspektywy samorządów ich podstawową przewagą pozostaje elastyczność zarządzania długiem, a nie prosty efekt kosztowy.

Badanie pokazuje również, że rynek obligacji komunalnych w Polsce jest silnie zróżnicowany według skali działania samorządu. Wraz ze wzrostem dochodów JST rośnie zarówno udział obligacji w strukturze zadłużenia, jak i wcześniejsze doświadczenie emisyjne oraz gotowość do kolejnych emisji. W większych jednostkach obligacje stają się *de facto* standardowym narzędziem finansowania i zarządzania długiem, podczas gdy dla wielu mniejszych samorządów pozostają rozwiązaniem rzadkim, relatywnie kosztownym organizacyjnie i słabiej oswojonym. Oznacza to, że polski rynek obligacji komunalnych ma w praktyce charakter dualny: dla dużych JST jest to instrument dojrzały i funkcjonalny, natomiast dla mniejszych – nadal częściowo „egzotyczny", konkurujący z prostszymi i lepiej znanymi kredytami lub pożyczkami.

Najważniejszym wnioskiem badania wydaje się to, że główną barierą rozwoju rynku obligacji komunalnych nie jest brak świadomości istnienia tego instrumentu, lecz wysoki koszt organizacyjny i poznawczy pierwszej emisji, który przy mniejszej skali potrzeb finansowych często okazuje się nieproporcjonalny do oczekiwanych korzyści. Samorządy, które już raz przeprowadziły emisję obligacji, znacznie częściej rozważają wykorzystanie tego instrumentu ponownie, podczas gdy brak praktycznego doświadczenia pozostaje istotną barierą wejścia[30]. Problemem nie jest więc całkowity brak wiedzy o obligacjach komunalnych, lecz raczej to, że wiele JST – zwłaszcza mniejszych – nie widzi wystarczającej relacji korzyści do wysiłku organizacyjnego wymaganego przy pierwszej emisji.

W tym sensie badanie prowadzi do wniosku, że obligacje komunalne są przez skarbników JST postrzegane przede wszystkim jako instrument praktyczny, a nie wizerunkowy. O wyborze organizatora emisji decydują głównie łączne koszty finansowania, reputacja i doświad-

[30] Jest to efekt *path dependence* – pierwsza emisja zwiększa prawdopodobieństwo kolejnych.

czenie organizatora oraz zdolność do sprawnego przeprowadzenia emisji. Znacznie mniejsze znaczenie mają natomiast potencjalne korzyści związane z rozszerzeniem bazy inwestorów, notowaniem giełdowym czy efektem promocyjnym. Pokazuje to, że w obecnych realiach polskiego rynku obligacje komunalne są dla większości samorządów traktowane nie jako narzędzie budowy lokalnego rynku kapitałowego, lecz raczej jako bardziej elastyczny substytut kredytu bankowego.

Hipoteza H1, zgodnie z którą samorządowcy oceniają obligacje komunalne lepiej niż inne źródła finansowania, została zasadniczo potwierdzona w analizowanej podgrupie respondentów posiadających co najmniej podstawową wiedzę lub doświadczenie dotyczące OK ($n = 237$), choć z istotnym zastrzeżeniem kosztowym[31]. Respondenci wyraźnie dostrzegają przewagi obligacji w zakresie konstrukcji długu, harmonogramu spłat i formalizmów, ale nie postrzegają ich jako rozwiązania jednoznacznie tańszego od kredytu.

Hipoteza H2, zakładająca pozytywny stosunek JST do emisji kierowanych do mieszkańców, nie znalazła jednoznacznego potwierdzenia. Wyniki ankiety pokazują niewielką gotowość do ponoszenia wyższych kosztów emisji w scenariuszu łączącym ofertę detaliczną z notowaniem giełdowym i funkcjami promocyjno-społecznymi. Wynik ten należy jednak interpretować bardziej jako ograniczoną gotowość do ponoszenia dodatkowych kosztów w badanym scenariuszu, a nie jako jednoznacznie negatywną ocenę samej idei emisji kierowanych do mieszkańców. Jednocześnie wyraźnie większe zainteresowanie emisjami detalicznymi można dostrzec jedynie w największych jednostkach. Oznacza to, że model detalicznych obligacji komunalnych – choć atrakcyjny z perspektywy idei obywatelskiego współfinansowania samorządu – nie znajduje obecnie szerokiego poparcia wśród samorządowców.

Ostrożność respondentów widać także w odniesieniu do notowania obligacji na rynku Catalyst oraz emisji zielonych obligacji i papierów związanych ze zrównoważonym rozwojem. W obu tych obszarach wyraźnie widoczna jest luka wiedzy i doświadczenia. Ponad połowa badanych JST nie ma wystarczającej wiedzy o znaczeniu notowania obligacji komunalnych na GPW, a w odniesieniu do zielonych obligacji dominują odpowiedzi świadczące o ograniczonych kompetencjach, braku doradztwa lub niepewności co do realnych korzyści. Oznacza to, że bardziej zaawansowane segmenty rynku obligacji komunalnych napotykają dziś bariery nie tylko kosztowe, lecz również kompetencyjne i organizacyjne.

Z perspektywy praktyki samorządowej wyniki badania sugerują, że rozwój rynku obligacji komunalnych wymagałby przede wszystkim obniżenia kosztu pierwszego wejścia w ten instrument. Chodzi tu nie tylko o koszty *sensu stricto*, takie jak marża, prowizje czy opłaty techniczne, ale również o uproszczenie organizacyjne, większą standaryzację procesu emisji oraz bardziej dostępne wsparcie edukacyjne i doradcze. Szczególnie istotne wydaje się kierowanie takich działań do mniejszych JST, dla których obecny model emisji bywa zbyt złożony w relacji do skali potrzeb finansowych. Potencjał wzrostu rynku obligacji komunalnych tkwi

[31] Na 16 ocenianych cech aż w 15 bilans netto wskazań był korzystny dla obligacji – jedynym wyjątkiem była właśnie wysokość opłat i prowizji.

więc nie tyle w dalszym przekonywaniu największych emitentów, ile raczej w obniżeniu barier wejścia dla samorządów, które jeszcze nie przeprowadziły pierwszej emisji.

Ograniczenia badania obejmują deklaratywny charakter odpowiedzi, nierównomierną strukturę próby oraz ryzyko samoselekcji respondentów. Ograniczeniem jest także perspektywa respondenta: ankietę wypełniali głównie skarbnicy, podczas gdy decyzje o emisji – zwłaszcza motywowane społecznie, jak w P24 – podejmują organy wykonawcze i stanowiące JST, które mogą oceniać te kwestie inaczej. Dalsze badania warto rozszerzyć o analizę z wieloma zmiennymi (np. modele skłonności do emisji OK z jednoczesną kontrolą wielkości, typu i doświadczenia emisyjnego JST) oraz komponent jakościowy (wywiady pogłębione ze skarbnikami). Badanie dostarcza jednak wartościowego wglądu w sposób, w jaki przedstawiciele badanych JST faktycznie postrzegają obligacje komunalne: nie jako instrument idealny, lecz jako narzędzie użyteczne tam, gdzie skala potrzeb finansowych uzasadnia poniesienie kosztu wejścia i gdzie samorząd dysponuje kompetencjami pozwalającymi wykorzystać elastyczność tego rozwiązania.

Bibliografia

Artykuły naukowe

1. Martysz, C.B. (2020). Polski rynek obligacji nieskarbowych – nowe zasady rejestracji obligacji oraz analiza Rejestru Zobowiązań Emitentów, *Finanse i Prawo Finansowe*, 3(27), s. 91–107. DOI: 10.18778/2391-6478. S.2021.06.
2. Martysz, C.B. (2025). Polski rynek obligacji nieskarbowych – kluczowe statystyki, zmiany prawa i wyzwania rozwojowe, *Finanse i Prawo Finansowe*, 1(45), s. 5–34. DOI: 10.18778/2391-6478.1.45.01.
3. Martysz, C.B. (2026). Rola obligacji komunalnych w finansowaniu jednostek samorządu terytorialnego w Polsce. Część I: Rynek, regulacje, statystyki i uwarunkowania emisji, *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, 209, s. 93–115.

Materiały internetowe

1. Główny Urząd Statystyczny (GUS) (2025). *Podział administracyjny Polski*, https://stat.gov.pl/statystyka-regionalna/jednostki-terytorialne/podzial-administracyjny-polski/ (dostęp: 31.08.2025).
2. Ministerstwo Spraw Wewnętrznych i Administracji (MSWiA) (2025). *Baza JST – Samorząd Terytorialny w Polsce*, https://www.gov.pl/web/mswia/baza-jst (dostęp: 31.07.2025).
3. Ptak-Iglewska, A. (2024). *Emisje obligacji komunalnych idą na rekord*, https://www.parkiet.com/obligacje/art41283721-emisje-obligacji-komunalnych-ida-na-rekord (dostęp: 22.05.2025).

The Role of Municipal Bonds in Financing Local Government Units (LGU) in Poland. Part II: Results of a Survey Study among LGU Treasurers

Abstract

The article is the second part of a series devoted to the role of municipal bonds in financing local government units (LGUs). It presents the results of an original survey conducted among 297 local government representatives, 85.2% of whom were treasurers, while the remaining questionnaires were completed by other financial staff of LGUs. Respondents perceive municipal bonds primarily as a more flexible and less formalised instrument than bank loans, inter alia, due to the absence of an obligation to apply public procurement procedures, though not necessarily a cheaper one in terms of fees and commissions. Issuance experience is clearly associated with a greater willingness to undertake subsequent municipal bond issues, subject to an important reservation concerning the level of fees and commissions. By contrast, the idea of bond issues addressed to residents did not gain broad acceptance, especially under a scenario of higher issuance and servicing costs. The highest relative propensity to consider the issuance of retail municipal bonds is found among local governments with populations exceeding 100,000 inhabitants.

Keywords: municipal bonds, local government units, survey research, local government treasurers, local government debt financing, bond issues addressed to residents, bond issues addressed to retail investors

Unless stated otherwise, all the materials are available under the Creative Commons Attribution 4.0 International license. Some rights reserved to SGH Warsaw School of Economics.