

УДК 336.763.3

*І.І. Рекуненко, к.е.н., доцент, О.В. Котляревський*

*ДВНЗ «Українська академія банківської справи НБУ», м. Суми*

## **РОЛЬ МУНІЦИПАЛЬНИХ ОБЛІГАЦІЙ НА РИНКУ МІСЦЕВИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ**

### **Анотація**

У статті розглядаються питання стосовно випуску муніципальних облігацій та визначення їх ролі на ринку місцевих запозичень, виявлено основні переваги та проблеми випуску облігацій місцевих позик.

### **Summary**

Questions in relation to the issue of municipal bonds and determination of their role at the market of the local borrowings are examined in the article, basic advantages and problems of issue of bonds of local loans are exposed.

**Ключові слова:** облігація, позика, органи місцевої влади, кредитний рейтинг, кредитування, місцевий бюджет, емісія, ціна капіталу.

**Постановка проблеми.** Останнім часом, в Україні все більше уваги приділяють питанням адміністративної реформи та вирішенню проблем децентралізаційних відносин. Тому, дедалі вагомішу роль в процесі вирішення суспільних проблем починають відігравати органи місцевого самоврядування. Відтак, на міські бюджети лягає додатковий тягар, пов'язаний не лише із забезпеченням безперебійного функціонування таких важливих сфер життєдіяльності міста, як житлово-комунальне господарство, інженерна та транспортна інфраструктура, будівництво житла та інших капітальних об'єктів, а й зі створенням додаткових умов для їх розвитку. Зрозуміло, що в цьому випадку міста зіштовхуються з проблемою нестачі коштів, які потрібно спрямовувати на вирішення окреслених завдань. В цих

умовах вихід на ринок місцевих запозичень є чи не найбільш ефективним та доволі зручним інструментом вирішення проблем, пов'язаних з залученням необхідних коштів для фінансування тих чи інших інвестиційних проектів, спрямованих на покращення міської інфраструктури [5].

В країнах з розвинутими ринковими економіками та сильним місцевим самоврядуванням, місцеві запозичення є одним з основних джерел фінансування довгострокових та дорогих інвестиційних проектів на місцевому рівні. За умов кращої фінансової стабілізації, та визначення більш надійних та сталих джерел надходжень до місцевих бюджетів, органи місцевого самоврядування в Україні можуть стати реальними позичальниками як на ринку прямих кредитів, так і на ринку боргових цінних паперів. Крім того, бути провідними позичальниками на як на вітчизняному, так і на міжнародному фінансовому ринку, деяких місцевих органів влади підштовхує проведення в Україні в 2012 р. чемпіонату Європи з футболу.

Одним із перспективних джерел залучення необхідних коштів до місцевих бюджетів, є випуск муніципальних облігацій. Муніципальні облігації, як показав досвід багатьох країн світу, є потужним та перспективним фінансовим інструментом, завдяки якому органи місцевого самоврядування можуть ефективно вирішувати власні поточні й довготермінові проблеми, пов'язані з фінансуванням бюджетних видатків.

**Аналіз публікацій.** Питання розвитку ринку муніципальних цінних паперів мали спробу обговорюватися на різних рівнях протягом декількох останніх років. Наряду із спеціалістами ДКЦПФР та провідних рейтингових агентств, зокрема РА «Кредит-Рейтинг», цю проблематику також розглядають у своїх працях вітчизняні науковці М. Бурмака, В.Опарін, О. Василик, С. Маслюченко, Н. Обозна, Г. Берадзе, Д. Гриджук та ін. Серед західних економістів, що досліджували дану проблему, виділяють: Л. Гітмана, Л. Дугласа, Д. Майкла, А. Нортон, Д. Райтсмана, Р. Робертсона.

**Мета статті** – визначення ролі облігацій місцевих позик на ринку місцевих запозичень, як важливого чинника вирішення фінансових потреб регіонів та розкриття деяких причин, що стримують розвиток даного ринку.

**Виклад основного матеріалу.** Зважаючи на успішне функціонування ринків муніципальних облігацій у різних країнах світу, слід зауважити, що розвиток ринку муніципальних облігацій в Україні є одним із напрямів активізації вітчизняного фінансового ринку та вимагає особливої уваги, становлячи особливу актуальність для усієї нашої держави у цілому.

Розвиток ринку місцевих запозичень в Україні відбувався під впливом формування правової бази, яка його регулювала. Активне формування нормативно-правової бази, яка б регулювала весь спектр правових відносин, які виникають у процесі випуску, розміщення та погашення облігацій місцевої позики розпочалося вже у 1998 році, але базові документи були прийняті після 2000 року. Спершу, у 2001 році Верховною Радою України було ухвалено Бюджетний кодекс України, який закріпив право місцевих рад та Верховної Ради АРК Крим приймати рішення про здійснення запозичень. Потім у 2006 році було прийнято Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок», в якому визначено основні положення відносно одного із джерел місцевих запозичень, а саме, облігацій місцевих позик.

На сьогоднішній день в Україні, як і в цілому світі, в структурі місцевих позик переважає випуск муніципальних цінних паперів (рис 1). Ця перевага просліджується як в кількісному так і в грошовому вираженнях.

В цілому з 2003 року місцевими органами влади було погоджено з Міністерством фінансів здійснення 42 – муніципальні позики, з яких 32 у формі випуску муніципальних облігацій, 9 – у формі кредитів і 1 – у формі надання гарантії.

Протягом перших 9 місяців 2008 року було надано висновків Міністерства фінансів для здійснення внутрішніх муніципальних запозичень на суму 2014,5 млн. грн., з них 2009 млн. грн. для випуску облігацій внутрішньої місцевої позики.

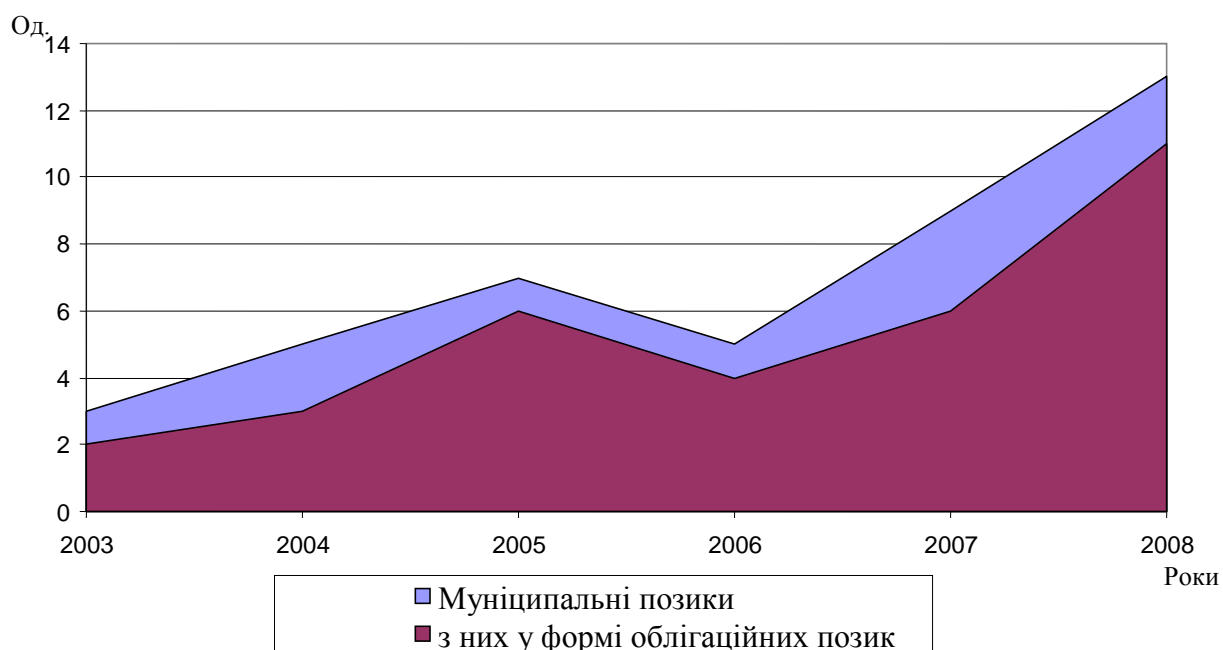


Рис. 1. Частка облігацій місцевих позик у структурі місцевих запозичень

Історію розвитку вітчизняного ринку облігацій місцевих позик умовно можна розділити на два періоди (табл. 1). У перший період – з 1995 по 1998 роки – відбулося кілька емісій облігацій місцевих позик органами місцевого самоврядування Харкова, Києва, Донецька, Дніпропетровська, Одеси та інш., результати яких були не однозначними.

Таблиця 1

#### Облігаційні позики місцевих органів влади України

Регіон або місто	Дата реєстрації	Сума позики (млн. грн.)	Мета позики
м. Черкаси	Лютий 1995 р.	0,5776	Будівництво житла
м. Київ	Липень 1995 р.	51,3	Будівництво житла
Дніпропетровська обл.	Липень 1995 р.	21,0	Будівництво житла, придбання медпрепаратів
м. Комсомольск (Полтавська обл.)	Грудень 1995 р.	0,0515	Будівництво житла
м. Донецьк	Квітень 1996 р.	2,0	Будівництво житла
м. Дніпропетровськ	Квітень 1996 р.	35,0	Покриття дефіциту бюджету
м. Львів	Травень 1996 р.	2,0	Будівництво житла
АР Крим	Серпень 1996 р.	120,0	Фінансування бюджетних витрат
м. Харків	Серпень 1996 р.	1,5	Будівництво житла
Полтавська обл.	Грудень 1996 р.	0,865	Будівництво житла
м. Севастополь	Квітень 1997 р.	7,5	Придбання громадського транспорту

м. Харків	Квітень 1997 р.	2,7	Муніципальні програми та розвиток енергетичного комплексу
м. Одеса	Травень 1997 р.	61,0	Розвиток інфраструктури міста
Запорізька обл.	Червень 1997 р.	7,0	Фінансування бюджетних витрат
Херсонська обл.	Липень 1997 р.	10,0	Вирішення соціальних проблем та розрахунок із сільськими радами.
м. Бровари (Київська обл.)	Початок 1998 р.	1,0	Фінансування бюджетних витрат
м. Київ	Грудень 2003 р.	100,0	Розвиток інфраструктури міста
м. Запоріжжя	Липень 2004 р.	25,0	Будівництво та розвиток інфраструктури міста
м. Донецьк	Серпень 2004 р.	20,0	Будівництво та розвиток інфраструктури міста
м. Харків	Червень 2005 р.	100,0	Будівництво та розвиток інфраструктури міста
м. Донецьк	Червень 2005 р.	45,0	Будівництво та розвиток інфраструктури міста
м. Запоріжжя	Серпень 2005 р.	75,0	Будівництво та розвиток інфраструктури міста
м. Одеса	Грудень 2005 р.	120,0	Будівництво та розвиток інфраструктури міста
м. Черкаси	Грудень 2005 р.	5,0	Впровадження енергозберігаючих технологій
м. Вінниця	Червень 2006 р.	20,0	Реконструкція доріг
м. Донецьк	Серпень 2006 р.	50,0	Вирішення соціальних програм міста
м. Івано-Франківськ	Лютий 2006 р.	5,5	Реконструкція зовнішнього освітлення міста
м. Луцьк	Серпень 2007 р.	30,0	Вирішення проблем житлово-комунальної сфери, енергозберігання
м. Бердянськ	Грудень 2007 р.	10,0	Розвиток інфраструктури міста
м. Луганськ	Листопад 2007 р.	29,3	Розвиток інфраструктури міста
м. Бориспіль	Червень 2008 р.	9,0	Реконструкція доріг

Протягом вказаного вище періоду, місцевими органами влади (в тому числі обласними), було здійснено емісій на загальну суму близько 325 млн. грн., що дає підстави стверджувати про досить значне поширення у цей період муніципальних облігацій. За даними Міністерства фінансів України, на 1 січня 1998 р. в обігу перебувало облігацій муніципальної позики на суму 192,5 млн. грн.. (близько 100 млн. дол. США). За цей період рішення щодо здійснення запозичень були прийняті органами місцевого самоврядування в 11 областях України.

За період з 1998 р. по 2003 р. муніципальні облігації як інструмент залучення кредитних ресурсів практично не використовувався. Це пов'язано перш за все із втратою довіри до такого інструменту зі сторони інвесторів. Цю довіру було підірвано фінансовою кризою 1998-1999 рр. та дефолтом одеських облігацій.

Виділяють декілька причин, що призвели до дефолту за одеськими муніципальними позиками. Насамперед, це нецільове використання позики. За призначенням було використано тільки чверть залучених ресурсів. Інша причина – відсутність прозорості у здійсненні емісії, тобто допущення розрахунків у іноземній валюті; необґрунтовано високі відсотки, відсутність страхового покриття тощо.

Другий період розвитку розпочався з 2003 року, коли Київ знову ризикнув вийти на ринок внутрішніх і зовнішніх запозичень, завдяки чому місцевий бюджет став дієвим, з'явилися можливості реалізувати проекти, для фінансування яких у міста не було коштів. У новому правовому полі, після прийняття нового Бюджетного кодексу, Київська міська рада здійснила емісію облігацій на суму 100 млн. грн. на внутрішньому ринку і 150 млн. доларів США запозичила на зовнішньому ринку в іноземних банків-кредиторів, які, у свою чергу, емітували сертифікати участі у позиці [3]. Протягом другого періоду одними із найбільших випусків облігацій було здійснено м. Харковом – 100 млн. грн., та м. Одесою – 120 млн. грн.

Основними напрямками соціально-економічного розвитку регіонів та міст, які фінансуються за рахунок коштів від муніципальних облігаційних позик, є: освіта; транспорт; комунальне господарство та охорона навколишнього середовища (фінансування водогінних, каналізаційних служб та енергосистем); соціальне забезпечення (фінансування будівництва шкіл); розвиток промисловості; будівництво автодоріг, мостів, аеропортів, портових споруд, туристичної інфраструктури та об'єктів сфери послуг [2].

Але необхідно відмітити, що муніципалітети не на повну потужність використовують механізм випуску облігацій. Про низький рівень

використання міськими радами потенціалу внутрішнього ринку запозичень свідчить просте порівняння його показників з показниками ринку облігацій підприємств – протягом перших 9 місяців 2008 року у ДКЦПФР зареєстровано 655 випусків облігацій підприємств на суму 24,65 млрд. грн.

Звичайно, такій ситуації є певні пояснення. Муніципалітетові для отримання такого права необхідно відповідати низці критеріїв. По-перше, обсяг витрат на обслуговування боргу не повинен перевищувати 10 % видатків загального фонду міського бюджету. По-друге, запозичення спрямовуються лише в бюджет розвитку. По-третє, позичальник має отримати дозвіл Мінфіну, який не всі місцеві органи влади можуть отримати.

Також, на відміну від кредиту, залучення коштів шляхом випуску облігацій місцевої позики – значно триваліший процес, якому обов'язково передуює свого роду аудит фінансового стану міста – визначення його кредитного рейтингу одним з уповноважених на це агентств (табл. 2). Бо, орієнтуючись саме на рейтингову оцінку фінансового стану міської казни, потенційні покупці облігацій позики визначатимуться, наскільки надійними є пропонувані їм на фондовому ринку цінні папери і чи варто вкладати в них кошти. Зрозуміло, чим вищою буде рейтингова оцінка міста, тим під менші відсотки зможе воно залучити кошти і тим спокійніше почуватимуться власники облігацій місцевої позики, котрим їхня власність не лише приносить відповідний дохід, а й, як будь-які інші цінні папери, може вільно перепродаватися на фондовому ринку чи навіть бути об'єктом застави.

Таблиця 2

Визначення кредитного рейтингу органам місцевого самоврядування

РА «Кредит-Рейтинг»

Найменування позичальника	Довгостроковий кредитний рейтинг	Прогноз	Дата привласнення	Дата оновлення
м. Донецьк	uaAA	стабільний	06.05.2004	17.04.2008
м. Запоріжжя	uaAA-	стабільний	01.04.2008	
м. Харків	uaA	стабільний	03.12.2004	28.10.2008
м. Одеса	uaA	стабільний	01.04.2005	20.06.2008
м. Іллічевськ	uaA	стабільний	11.10.2007	03.06.2008
м. Сімферополь	uaA	стабільний	14.09.2007	12.06.2008

м. Бориспіль	uaA	стабільний	04.12.2007	10.06.2008
м. Енергодар	uaA	стабільний	01.09.2008	
м. Полтава	uaA	стабільний	02.09.2008	
м. Комсомольськ	uaA-	стабільний	06.04.2006	15.04.2008
м. Суми	uaA-	стабільний	16.10.2008	
м. Луцьк	uaBBB+	стабільний	15.03.2007	06.03.2008
м. Бровари	uaBBB+	стабільний	21.03.2006	06.06.2008
м. Миколаїв	uaBBB	стабільний	11.09.2006	24.04.2008
м. Черкаси	uaBBB	стабільний	21.06.2007	19.06.2008
м. Житомир	uaBBB	стабільний	05.12.2007	02.10.2008
м. Краматорськ	uaBBB	стабільний	14.12.2007	09.09.2008
м. Чернівці	uaBBB	стабільний	29.05.2008	30.10.2008
м. Вінниця	uaBBB-	стабільний	12.04.2007	02.10.2008
м. Тернопіль	uaBBB-	стабільний	12.06.2008	
м. Севастополь	відкликаний		24.12.2004	18.10.2007
м. Кам'янець-Подільський	uaBB+	стабільний	27.04.2006	06.06.2008
м. Северодонецьк	uaBB+	стабільний	13.09.2007	20.05.2008
м. Севастополь	uaBB+	стабільний	28.10.2008	
м. Рубіж	uaBB	стабільний	25.12.2007	

Джерело: РА «Кредит-Рейтинг» // [www.credit-rating.com.ua](http://www.credit-rating.com.ua)

На сьогодні перспективним механізмом залучення фінансових ресурсів через використання муніципальних облігацій може бути вихід українських міст на зарубіжні ринки шляхом випуску єврооблігацій і продаж їх іноземним інвесторам. Випуск муніципальних єврооблігацій надасть можливість емітентам залучати кошти поза межами країни за процентними ставками нижчими, ніж на внутрішньому ринку.[2] Однак тут можна виділити дві проблеми. По-перше, послуги міжнародних рейтингових агентств непомірно дорогі для більшості муніципалітетів-емітентів. Друга проблема полягає у вкрай низькому суверенному рейтингу країни, який становить своєрідну верхню межу для позичальника цієї країни [1]. На жовтень 2008 року, рейтинг України становить, за даними агентства Moody's – B2, Standart & Poor's – B. Успіх таких запозичень залежатиме, також не від інвестиційних якостей позичальника, а від позитивної політичної та економічної оцінки країни в цілому.

Як уже зазначалося, ринок муніципальних облігацій є дуже привабливим, оскільки вважається, що надійність муніципальних облігацій



поступається лише державним цінним паперам. Тому, можна виділити певні переваги випуску облігацій місцевих позик:

- конкуренція між інвесторами сприяє зниженню відсоткових ставок;
- місто налагоджує безпосередні стосунки з інвесторами;
- завдяки вчасному погашенню облігацій місто створює свою публічну історію кредитоспроможності, яка у майбутньому дозволить більші за обсягом випуски муніципальних облігацій та інші запозичення;
- детальне публічне розкриття інформації про фінансовий стан сприяє прозорості процесів управління містом та підвищення загальної довіри до органів управління;
- такі зобов'язання можуть бути привабливим інструментом для банків як застава під отримання кредитів та ін.;
- сума випуску облігацій обмежена лише законодавством та розумінням інвесторів кредитоспроможності міста.

Останні розміщення облігацій муніципалітетів свідчать про значний інтерес нерезидентів до цього інструменту фондового ринку.

Поряд з привабливими рисами муніципальних облігацій ще є основні чинники, які продовжують стримувати розвиток цього сегменту вітчизняного фондового ринку, насамперед це:

- відсутність дієвого механізму гарантування прав кредиторів;
- недостатня ліквідність і привабливість муніципальних облігацій порівняно з іншими борговими інструментами фондового ринку;
- відсутність розвиненої інфраструктури фондового ринку, що не дозволяє фізичним особам активно брати участь в обігу цих фінансових інструментів;
- відсутність або дуже низький рівень підготовки працівників відповідних структурних підрозділів органів місцевого самоврядування щодо проведення роботи з підготовки та забезпечення випуску цінних паперів;
- законодавчі обмеження щодо розвитку як зовнішніх, так і внутрішніх муніципальних запозичень;

- невисокий рівень довіри інвесторів до держави через нестабільність економічної та, особливо, політичної ситуацій [7].

**Висновок.** На підставі проведеного аналізу статистичних і монографічних джерел можна стверджувати, що ринок муніципальних цінних паперів є прийнятним і цивілізованим інструментом регулювання міжбюджетних відносин у країні і вирішення вищезазначених проблем даного ринку інтенсифікує подальший розвиток ринку муніципальних цінних паперів в Україні.

### *Список літератури*

1. Берадзе Г., Берадзе К. Муніципальні облигації України // Ринок цінних паперів: Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2002. – № 11. – С. 67-75.

2. Глущенко С.В. Муніципальні позики як інструмент фінансування розвитку міст і регіонів // Наукові записки. – 2005. – Том 44. – С. 75-79.

3. Гриджук Д. Організація емісії облигацій місцевої позики. Погляд лід-менеджера // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 2. – С. 23-25.

4. Савенко О. Ринок муніципальних облигацій України: проблеми та перспективи розвитку // Ринок цінних паперів: Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2005. – №3. - С. 41-47.

5. Самолова О., Трощинський П. Актуальні проблеми розвитку ринку муніципальних позик в Україні // [www.stolytsya.kiev.ua/67/art/239.html](http://www.stolytsya.kiev.ua/67/art/239.html)

6. Хохлова Н. Облигації внутрішньої місцевої позики // Цінні папери України. – 2004. – № 6. – С. 10-11.

7. Штерн Ю.Г., Карлова О.А., Погосьян К.В. Розвиток муніципальних облигацій в Україні // [www.eprints.ksame.kharkov.ua/1410/1/323-327\\_%D0%A8%D1%82%D0%B5%D1%80%D0%BD.pdf](http://www.eprints.ksame.kharkov.ua/1410/1/323-327_%D0%A8%D1%82%D0%B5%D1%80%D0%BD.pdf)

Рекуненко, І.І. Роль муніципальних облигацій на ринку місцевих запозичень [Текст] / І.І. Рекуненко, О.В. Котляревський // Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. Серія Економічні науки. - 2009. – Вип.22: в 2-х ч. – Ч.ІІ. - С. 40-44.