

в економіці та стрімкий розвиток ІТ-технологій, що в поєднанні створить потужний імпульс для підвищення ефективності АПК. Тому вважаємо, що сектор AgTech є перспективним напрямом розвитку та фінансування в Україні. Окремим питанням залишається економічне обґрунтування та ефективність упровадження окремих технологій. Практичний приклад показує, що отримана в результаті інвестицій IRR є хорошим показником для власника проекту, але на фінансування від венчурних фондів не варто розраховувати, оскільки така доходність є недостатньо високою в Україні.

#### БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран; пер. с англ.; 5-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 1340 с.
2. Британсько-український агробізнес-форум «Агробізнес майбутнього: інновації та підвищення ефективності 2016» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://agrievent.com.ua/ru/agenda-b-u-agriforum-2016-ua.html>.
3. Внутрішня норма рентабельності Internal Rate of Return (IRR) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://studentbooks.com.ua/content/view/1309/42/1/3/#4361>.
4. Гриненко С.П. Система точного землеробства як фактор підвищення конкурентоспроможності підприємницьких формувань / С.П. Гриненко // Економіка АПК. – 2008. – № 6. – С. 117–119.
5. Ласло О.О. Впровадження технологій точного землеробства в Україні / О.О. Ласло // Вісник Полтавської державної аграрної академії. – 2011. – № 1. – С. 49–50.
6. Перспективы венчурного инвестирования технологических проектов в аграрном секторе Украины [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://inventure.com.ua/analytics/investments/perspektivy-venchurnogo-investirovaniya-tehnologicheskikh-proektov-v-agromom-sektore-ukrainy>.
7. Умный агробизнес: как украинские ИТ-предприниматели завоевывают аграрный рынок [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://inventure.com.ua/news/ukraine/umnyj-agrobiznes-kak-ukrainskie-it-predprinateli-zavoevuyut-agrarnyj-rynok>.
8. Venture Pulse: Q4 Global analysis of venture funding, KPMG [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://home.kpmg.com/xx/en/home/insights/2015/10/venture-pulse.html>.
9. AgTech Investing Report 2015 [Електронний ресурс]. – Режим доступу <https://agfunder.com/research>.

УДК 336.3

Пйонтко Н.Б.

*аспірант Науково-дослідного фінансового інституту  
Державної навчально-наукової установи  
«Академія фінансового управління»  
Міністерства фінансів України*

## МУНІЦИПАЛЬНІ ЗАПОЗИЧЕННЯ ЯК ДЖЕРЕЛО ІНВЕСТИЦІЙНОГО РОЗВИТКУ РЕГІОНІВ УКРАЇНИ

У статті розглянуто особливості та тенденції функціонування ринку муніципальних запозичень України протягом 2007–2014 рр. Проаналізовано динаміку розвитку основних форм муніципальних запозичень як інструментів боргового фінансування місцевих органів влади. Охарактеризовано проблематику використання місцевих запозичень та визначено основні шляхи вдосконалення ринку муніципальних запозичень.

**Ключові слова:** боргове фінансування, місцеві запозичення, облігації місцевих позик, укладення кредитних договорів, ринок муніципальних запозичень, місцевий борг, інвестиційний розвиток.

### Пйонтко Н.Б. МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ЗАЙМСТВОВАНИЯ КАК ИСТОЧНИК ИНВЕСТИЦИОННОГО РАЗВИТИЯ РЕГИОНОВ УКРАИНЫ

В статье рассмотрены особенности и тенденции функционирования рынка муниципальных займов Украины в течение 2007–2014 гг. Проанализирована динамика развития основных форм муниципальных займов как инструментов долгового финансирования местных органов власти. Охарактеризована проблематика использования местных займов и определены основные пути совершенствования рынка муниципальных займов.

**Ключевые слова:** долговое финансирование, местные займы, облигации местных займов, заключения кредитных договоров, рынок муниципальных займов, местный долг, инвестиционное развитие.

### Piontko N.B. MUNICIPAL BORROWINGS AS A SOURCE OF INVESTMENT-DRIVEN DEVELOPMENT OF THE REGIONS OF UKRAINE

This paper presents aspects and trends of functioning of the municipal borrowings' market of Ukraine over the years 2007–2014. The dynamics of development of basic forms of municipal borrowings as an instrument of debt financing of local authorities was analysed. Issues concerning use of the local borrowings as well as main paths to improve municipal borrowings' market were described and defined.

**Keywords:** debt financing, local borrowings, local bonds, formation of loan agreements, municipal borrowings' market, local debt, investment-driven development.

**Постановка проблеми.** Належне фінансове забезпечення діяльності місцевих органів влади та соціально-економічний розвиток регіонів є пріоритетними завданнями кожної територіальної громади. В умовах хронічної нестачі власних фінансових ресурсів, постійного збільшення повноважень органів місцевого самоврядування, високого рівня залежності від центральних органів влади та переважаю-

чої ролі поточних видатків саме додаткові джерела фінансування місцевих бюджетів є ключовим фактором самостійності адміністративно-територіальних одиниць та визначальним чинником їх розвитку. Одним з ефективних способів залучення додаткових фінансових ресурсів та джерелом фінансового забезпечення розвитку місцевого самоврядування є боргове фінансування, зокрема у формі місцевих пози-

чок та місцевих запозичень. Боргове фінансування виступає не лише як засіб досягнення ефективної поточної діяльності органів місцевого самоврядування чи досягнення їх фінансової самостійності, а й як інструмент для здійснення інвестиційних та інноваційних програм, реалізації місцевих ініціатив, розширення зв'язків на внутрішньому та міжнародному рівнях. Практика здійснення місцевих запозичень як альтернативного та ефективного джерела фінансових ресурсів набула значної популярності в зарубіжних країнах. В Україні ж місцеві запозичення не відіграють значної ролі під час формування фінансових ресурсів, а сам ринок муніципальних запозичень перебуває на етапі становлення та є недостатньо розвиненим. Саме тому актуальним для України є дослідження сутності та проблем здійснення місцевих запозичень як одного з диверсифікованих способів залучення додаткових фінансових ресурсів, що в умовах розвитку процесів децентралізації набуває ще більшої важливості.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** У вітчизняній науковій літературі проблематиці становлення ринку муніципальних запозичень в Україні, аналізу його структури, дослідження ролі місцевих запозичень у фінансуванні інвестиційних проектів місцевих органів влади та визначення перспектив подальшого розвитку ринку місцевих позик присвячені праці Л. Баланюк, Г. Возняк, Л. Діденко, С. Дяченко, А. Каспрук, О. Кириленко, М. Кореняко, Н. Костіної, І. Луніної, І. Музики, Д. Нехайчука, Ю. Нехайчук, Л. Олійник, А. Петрик, Н. Синютки, Л. Сідельникової, І. Сторонянської, В. Телятницької, В. Хвостенка, О. Шевченка та ін. Запозичення місцевих органів влади у формі облігацій зовнішніх місцевих позик детально описано у публікації Л. Фокші.

Вивчення та дослідження ринку муніципальних запозичень є важливим завданням також і для зарубіжних учених, серед яких можна виділити наукові праці Ю. Данилова, Б. Даффлона, П. Дворакової, І. Костікова, Лоренса Дж. Гітмана, Річарда Л. Петерсона, П. Свяневича, Х. Ціммермана та ін.

У роботах вітчизняних науковців вивчення проблем муніципальних запозичень переважно зосереджено на дослідженні облігацій місцевих позик, залишаючи поза увагою кредитування місцевих органів влади фінансовими установами. Невирішеними є чимало питань щодо процедур залучення додаткових фінансових ресурсів на міжнародному і вітчизняному ринках капіталу, неефективного здійснення запозичень та перспектив розвитку ринку місцевих позик. Тому необхідним є більш ґрунтовне наукове дослідження тематики муніципальних запозичень в Україні.

**Мета статті** полягає у визначенні особливостей, тенденцій та основних проблем розвитку ринку муніципальних запозичень в Україні, обґрунтуванні напрямів його вдосконалення.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Ефективність діяльності місцевих органів влади визначається своєчасністю та повнотою задоволення поточних потреб територіальних громад, а також здатністю забезпечувати соціально-економічний розвиток регіонів, фінансувати проекти інвестиційного характеру. Проте досягнути перманентної збалансованості місцевих бюджетів украї важко, а в умовах високої централізації фінансових ресурсів та низького рівня фінансової самостійності місцевих органів влади здійснення капітального інвестування за рахунок власних ресурсів місцевих бюджетів без застосування запозичень є практично неможливим.

Тому використання боргового фінансування місцевих органів влади у формі надання позичок місцевим бюджетам та здійснення муніципальних запозичень є необхідним інструментом фінансової стабільності та соціально-економічного розвитку місцевих органів влади.

Використання боргового фінансування для залучення додаткових фінансових ресурсів на місцевому рівні характеризується такими перевагами:

1. Вигоди від здійснення місцевих запозичень, що спрямовуються на фінансування інвестиційних проектів, поширюються в часі, тобто результатами здійснених інвестицій мають можливість користуватися не лише теперішнє, а й майбутнє покоління певної адміністративно-територіальної одиниці.

2. Муніципальні запозичення є інструментом розширення фінансової автономії місцевих органів влади, що забезпечує самостійний вибір необхідних напрямів інвестування, їх пріоритетності. Така особливість здійснення місцевих запозичень сприяє розвитку процесів децентралізації та є каталізатором стимулювання економічного зростання на місцевому рівні.

3. Позички, надані місцевим бюджетам, попереджують можливі затримки в наданні місцевих публічних послуг, що спричинені тимчасовою невідповідністю місцевих доходів та потреб у видатках, забезпечуючи тим самим синхронізацію потоків доходів та видатків.

4. Процес здійснення запозичень сприяє міжрегіональному руху капіталів. У зв'язку з диференціацією соціально-економічного рівня розвитку регіонів обсяг сукупних активів інвесторів суттєво відрізняється між адміністративно-територіальними одиницями, тому запозичення сприяють переливу фінансового капіталу від «багатих» регіонів до «бідних», вирішують проблему залучення капіталу зі столиці до регіонів.

5. Вихід місцевих органів влади на ринок муніципальних запозичень підвищує їхню ринкову дисципліну, забезпечує прозорість управління та публічність інформації, а розширення інструментів здійснення місцевих запозичень сприяє розвитку та поглибленню структури фінансового ринку [11, с. 28].

В Україні боргове фінансування місцевих органів влади представлено позичками, що надані місцевим бюджетам Казначейством України та фінансовими установами (характеризуються короткостроковістю фінансування, спрямовані на покриття тимчасових касових розривів, забезпечуючи таким чином стабільну поточну операційну роботу місцевих органів влади) і місцевими запозиченнями, що здійснюються у формі облігацій місцевих позик та укладення договорів позики (передбачають середньо- та довгостроковий характер фінансування інвестиційних проектів, тобто вирішують проблему соціально-економічного розвитку територіальних громад) (рис. 1).

Якщо процедура надання позичок місцевим бюджетам на покриття тимчасових касових розривів законодавчо врегульована та визначена і не існує суттєвих проблем щодо використання такого інструменту фінансування, то процес отримання додаткових фінансових ресурсів шляхом здійснення місцевих запозичень потребує вдосконалення та детального дослідження.

Місцеві запозичення в Україні є важливим джерелом залучення коштів для фінансування інвестиційного розвитку адміністративно-територіальних одиниць, що включає як створення нових, так і оновлення вже діючих стратегічних об'єктів довготривалого користування, реалізуючи тим самим основні

принципи регіональної політики, спрямованої на соціально-економічний розвиток органів місцевого самоврядування [2]. Саме муніципальним запозиченням повинен бути наданий статус пріоритетності в отриманні додаткових фінансових ресурсів, що спрямовуються на здійснення капітальних видатків, зокрема на розширене відтворення: фінансування виконання інвестиційних програм (проектів), будівництво, капітальний ремонт і реконструкцію об'єктів соціально-культурної сфери та ЖКГ, розвиток дорожнього господарства і т. д. [14, с. 106]. Розглянемо більш детально кожен із форм здійснення муніципальних запозичень в Україні.

Облігації місцевих позик (ОМП) є важливою формою боргового фінансування місцевих бюджетів та перспективним інструментом залучення додаткових фінансових ресурсів. Проте, незважаючи на значні переваги використання місцевих облігацій, даний інструмент не набув значного поширення на території України, а сам ринок муніципальних облігацій розвинений слабо. Застосування даного інструменту запозичень розпочалося у середині 90-х років минулого століття, коли виникла необхідність у пошуку додаткових фінансових ресурсів [24]. Із того часу спостерігаються поступове зростання зацікавленості місцевих органів влади до ОМП та розширення територіальної просторовості застосування даного інструменту фінансування.

Протягом досліджуваного періоду 2007–2014 рр. Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) було здійснено реєстрацію 141 випуску облігацій місцевих позик на загальну суму 10,1 млрд. грн. (табл. 1). У 2010 та 2013 рр. не зареєстровано жодного випуску ОМП (зокрема, у 2010 р. така ситуація була штучно створена Міністерством фінансів України для зменшення сукупного боргу держави, що було спричинено необхідністю отримання чергового траншу кредиту від МВФ) [24].

У структурі ринку цінних паперів України облігації місцевих позик у середньому за досліджуваний період займають лише 0,21%, що свідчить про низький рівень використання такого інструменту запозичень. Найвища активність на ринку цінних паперів спостерігалась у 2007 р. – 0,57% даного ринку займали муніципальні облігації, проте вже в 2014 р. значення показника зменшилося у 3,2 рази та становило 0,18%. Частка обсягу торгів муніципальними облігаціями на біржовому ринку в загальному обсязі всіх торгів муніципальних облігацій на ринку цінних паперів досягла найвищого значення в 2012 р. – 85,4%. Найбільший обсяг торгів муніципальними облігаціями на позабіржовому ринку був зареєстрований у 2009 р. – 95,45%.

Муніципальні облігації протягом досліджуваного періоду котирувалися на трьох біржах: «Українській біржі», ПАТ «Фондова біржа «Перспектива» та ПАТ «Фондова біржа «ПФТС». Протягом 2007–2010 рр. торги муніципальними облігаціями переважно здійснювалися на «ПФТС» – частка облігацій місцевих позик, що перебували на даному торговельному майданчику, перевищувала 96%, а в 2008 р. та 2009 р. досягнула 100%. Із 2011 р. спостерігається

тенденція зміни торговельного майданчику обігу муніципальних облігацій. Пріоритетною біржею для здійснення торгів стає «Перспектива», що в 2014 р. обслуговувала вже 96,88% усіх біржових операцій місцевих органів влади (рис. 2).

Таблиця 1  
Основні показники ринку облігацій місцевих позик в Україні

Показник	Рік	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Спарклайни
Обсяг зареєстрованих ОМП, млрд грн		0,156	0,974	0,370	0	0,584	5,680	0	2,375	
К-сть випусків облігацій, які допущено до торгів на фондових біржах, шт		8	15	24	19	21	26	19	9	
Обсяг торгів ОМП на ринку цінних паперів, млрд грн		4,31	2,20	0,66	0,50	1,67	7,48	3,60	4,11	
у т.ч.										
- на позабіржовому ринку		3,52	1,74	0,63	0,36	1,21	1,09	2,70	3,53	
- на біржовому ринку		0,79	0,46	0,03	0,14	0,46	6,39	0,90	0,58	
Частка обсягу торгів ОМП на ринку цінних паперів, %		0,57	0,25	0,06	0,03	0,08	0,30	0,21	0,18	
Частка обсягу торгів ОМП на біржовому ринку, %		18,33	20,91	4,55	28,00	27,54	85,43	25,00	14,11	
Відсоткові ставки за облігаціями внутрішніх місцевих позик, %		10-16	12-18	18-25	19	14-16	15-19	-	15,2	

Джерело: розроблено автором на основі даних [19; 22]

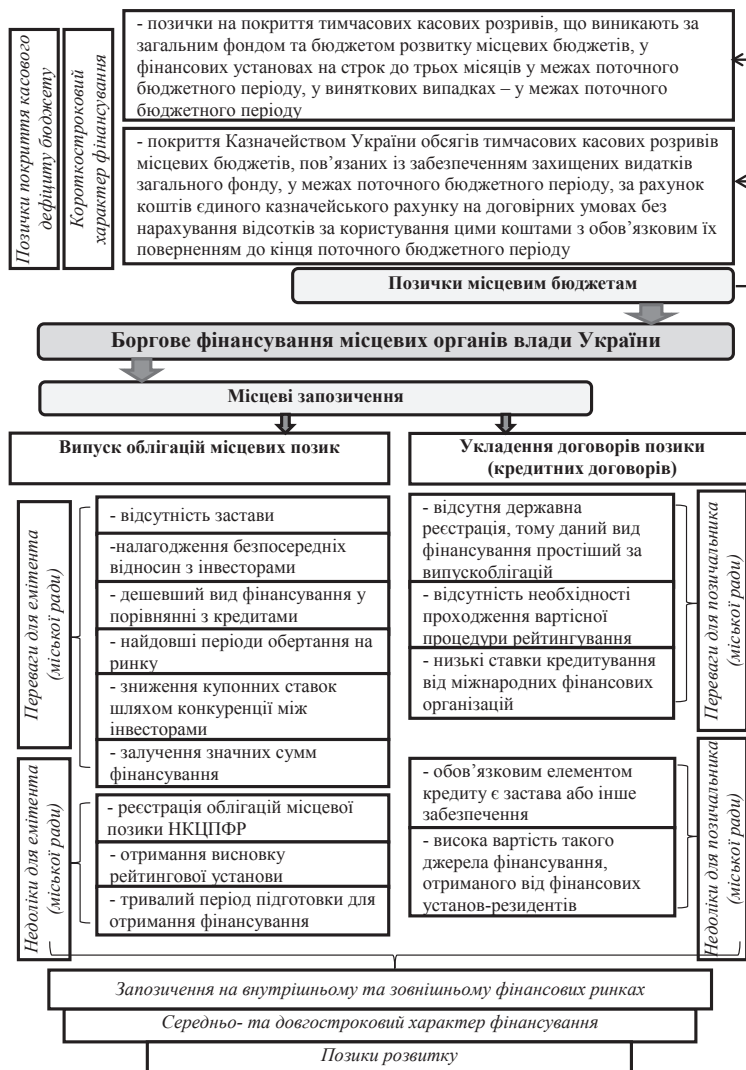


Рис. 1. Структура боргового фінансування місцевих органів влади

Джерело: розроблено автором на основі даних [2; 18; 23]

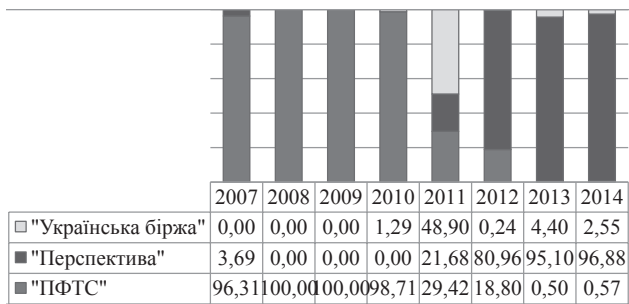


Рис. 2. Розподіл часток обсягу торгів облигаціями місцевих позик на біржовому ринку

Джерело: розроблено автором на основі даних [21; 22]

Використання інструменту муніципальних облигацій як джерела соціально-економічного розвитку вкрай нерівномірно здійснюється місцевими органами влади (табл. 2).

Так, протягом 2007–2014 рр. найбільший обсяг муніципальних облигацій було здійснено м. Київ – на загальну суму 7,8 млрд. грн., що складає 76,8% усіх зареєстрованих випусків місцевих облигацій. Незначну частку на ринку муніципальних облигацій складають муніципальні облигації, випущені Запорізь-

кою, Дніпропетровською, Донецькою, Львівською, Харківською міськими радами та АРК (1–6%). Муніципальні облигації, випущені іншими міськими радами, не перевищують 1%.

Органи місцевого самоврядування України переважно здійснюють емісію облигацій виключно на внутрішньому фінансовому ринку. Залучення ж додаткових фінансових ресурсів шляхом емісії муніципальних облигацій на міжнародному ринку цінних паперів для більшості адміністративно-територіальних одиниць України є лише перспективним способом фінансування, адже протягом досліджуваного періоду 2007–2014 рр. жодна міська рада, крім Київської, не здійснила розміщення облигацій місцевої позики поза межами України (Київом було випущено п'ять емісій облигацій зовнішньої місцевої позики на загальну суму 1,15 млрд. дол. США (2003 р. – 150 млн., 2004 р. – 200 млн., 2005 р. – 250 млн., 2007 р. – 250 млн., 2011 р. – 300 млн. із відсотковими ставками 8,75%, 8,625%, 8%, 8,25% та 9,375% відповідно) [17; 23]. Відсутність активності муніципалітетів щодо випуску облигаційна зовнішньому ринку (євробондів) пояснювалася певними законодавчими обмеженнями, згідно з якими здійснювати запозичення на зовнішніх ринках за допомогою облигацій мали право лише міста з чисельністю понад 800 тис. ос. (обмеження діяло до кінця 2010 р.) – такими містами були Дніпропетровськ, Донецьк, Запоріжжя, Київ, Одеса, Харків. Із початку 2011 р. таке обмеження було зменшено до 500 тис. ос. із поступовим зниженням даної норми до 300 тис. ос., проте позитивного ефекту щодо розширення емітентів євробондів це не принесло. Із початку 2015 р. Бюджетним кодексом дозволено здійснювати емісію облигацій зовнішніх позик усім містам обласного значення, АРК, місту Київ та місту Севастополь [2]. Проте через неврегульованість питань щодо реєстрації випуску облигацій зовнішніх місцевих позик та щодо надання дозволу на розміщення таких цінних паперів за межами країни зі сторони Міністерства фінансів України та НКЦПФР, а також низьких рейтингових оцінок кредитоспроможності міст, очікувати підвищення зацікавленості органів місцевого самоврядування у використанні такого інструменту залучення додаткових фінансових ресурсів украї важко. Місцеві органи влади змушені використовувати опосередковані схеми випуску облигацій зовнішньої місцевої позики, зокрема через застосування фідуціарних позик (практика такого випуску євробондів застосовувалась в Києві), суть яких полягає у використанні посередника – іноземного банку, що випускає та розміщує так звані сертифікати участі у кредиті, а емітент одержує позику від розміщення таких цінних паперів. Дана схема призводить до підвищення вартості випуску облигацій зовнішніх місцевих позик та появи додаткових складнощів виходу місцевих органів влади на світовий фінансовий ринок [7; 26]. Для усунення негативних ознак опосередкованого випуску облигацій зовнішніх місцевих позик важливим завданням для України є термінове законодавче врегулювання всіх аспектів організації самостійного випуску

Таблиця 2

Обсяг зареєстрованих облигацій місцевих позик за міськими радами України

Міська рада	Рейтинг*	Прогноз*	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.	2014 р.	Всього	у % до загального обсягу
АРК	uaA	Стаб.					400,0				400,0	3,94
Бердянська	B2 / A3.ua		10,0								10,0	0,10
Бориспільська	uaA	Стаб.		9,0							9,0	0,09
Вінницька	uaBBB-	Негат.	15,0	10,0							25,0	0,25
Дніпропетровська	B-							190,0			190,0	1,87
Донецька	uaAA	Стаб.		75,0	60,0						135,0	1,33
Запорізька	uaAA-	Стаб.		60,0			25,0	50,0			135,0	1,33
Київська	CCC, Ca**	Стаб.						5415,3	2375,0		7790,3	76,83
Краматорська	uaBBB	Негат.		15,0							15,0	0,15
Кременчуцька	uaA-	Стаб.						25,0			25,0	0,25
Луганська	uaBBB+	Стаб.	29,3	50,0							79,3	0,78
Луцька	uaBBB+	Стаб.	10,0	30,0	10,0						50,0	0,49
Львівська	uaA	Стаб.	92,0	200,0	300,0						592,0	5,84
Сєвєродонецька	uaBB+	Стаб.		20,0							20,0	0,20
Харківська	uaA	Позит.		505,0			99,50				604,5	5,96
Черкаська	uaBBB	Стаб.				60,00					60,0	0,59
Всього, млн грн	-	-	156,3	974,0	370,0	0,0	584,5	5680,3	0,0	2375,0	10140,1	100,00

Примітки: \* – на момент останніх випусків ОМП; \*\* – станом на кінець 2015 р.

Джерело: розроблено автором на основі даних [1; 12; 13; 15; 20; 21; 22]

Таблиця 3

Основні показники кредитування місцевих органів влади

Показник	Рік								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
Кредити, отримані в національній валюті*, млн грн	0	15,5	24,8	5	15,44	436,67	14,41	12,63	
Кредити, отримані в іноземній валюті,									
млн дол. США	100	0	0	0	0	87,35	0	0	
млн швейцарських франків	50	0	0	0	0	30	0	0	
млн Євро	0	0	0	0	0	82,77	86,28	72,13	
Відсоткові ставки за внутрішніми кредитами, %	-	18 - 20	25 - 28	18	15 - 17	3 - 19,5	-	-	
Відсоткові ставки за зовнішніми кредитами, %	8,25 - 9,5	-	-	-	3	3 - 7,5	3 - 6	3 - 6	

Примітка: \* – в загальну суму входять кредити, надані в національній валюті України Північною екологічною фінансовою корпорацією (НЕФКО)

Джерело: розроблено автором на основі даних [19]

єврооблігацій місцевими органами влади та незалежного виходу на світовий фінансовий ринок.

Наступним інструментом здійснення місцевих заповичень в Україні є кредити (позики), отримані від фінансових установ на внутрішньому та зовнішньому фінансових ринках. Оскільки кредитування не вимагає проходження вартісної процедури рейтингування, то дана форма заповичень є більш привабливою для місцевих органів влади.

Протягом 2007–2014 рр. найбільший обсяг заповичень на внутрішньому кредитному ринку було здійснено Донецькою міською радою на загальну суму 350 млн. грн. (кредитором здійсненої фінансової операції виступило ПАТ «Державний експортно-імпортерний банк»). Послуги вітчизняної банківської системи щодо кредитного фінансування органів місцевого самоврядування надавалися також Броварській, Вінницькій, Дніпропетровській, Івано-Франківській, Іллічівській, Ковельській, Львівській, Одеській, Мелітопольській, Смілянській, Харківській та Черкаській міським радам [19]. Загальна сума заповичень, отримана місцевими органами влади України в національній валюті на вітчизняному ринку кредитних ресурсів, протягом досліджуваного періоду перевищила 450 млн. грн. Проте кредитування, здійснене на внутрішньому фінансовому ринку, характеризується коротко- та середньостроковою інвестування (від одного до п'яти років), що означає використання фінансових ресурсів переважно на задоволення поточних потреб, а не на соціально-економічний розвиток адміністративно-територіальної одиниці, а також високою вартістю заповичених ресурсів (за досліджувані період органам місцевого самоврядування необхідно було сплатити в середньому 20% річних за користування фінансовими ресурсами) (табл. 3). Тому для фінансування довгострокових інвестиційних проектів в Україні надзвичайно важливо здійснювати заповичення на міжнародному кредитному ринку.

Основними зовнішніми кредиторами місцевих органів влади є Міжнародний банк реконструкції та розвитку (МБРР), Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР), та Північна екологічна фінансова корпорація (НЕФКО) [19]. Фінансові ресурси, отримані від МБРР та ЄБРР, переважно спрямовуються на розвиток міської інфраструктури, тоді як кредити, отримані від НЕФКО, – на фінансування екологічних проектів (зокрема, через програми «Чисте виробництво» – кредитування здійснюється в євро; та «Енергозбереження» – кредитування здійснюється у гривні) [6]. Перевагою здійснення заповичень від міжнародних фінансових організацій (МФО) є довгостроковий характер фінансування (від 4 до 17 років) та низька вартість кредитування (від 3 до 6%). Найбільше фінансових ресурсів від МФО міськими органами влади було отримано в 2012 р. (основними позичальниками на той час були Дніпропетровська міська рада – кредит ЄБРР на суму 20 млн. євро; Івано-Франківська міська рада – кредит ЄБРР на суму 11,7 млн. євро та кредит МБРР на суму 8,6 млн. дол. США; Львівська міська рада – кредит МБРР на суму 23,67 млн. дол. США та кредити ЄБРР на суму 35,67 млн. євро; Одеська міська рада – кредит МБРР на суму 35,5 млн. дол. США; Черкаська міська рада – кредит ЄБРР на суму 11,2 млн. євро та кредит МБРР на суму 10,88 млн. дол. США) [19]. Протягом 2007–2014 рр. від НЕФКО на фінансування програм «Енергозбереження» в Україні було отримано більше 50 млн. грн., а на кредитування програм «Чисте виробництво» – більше 10 млн. євро. Причому якщо

МБРР та ЄБРР надають кредити переважно містам – адміністративним центрам областей, то НЕФКО здійснює фінансування інвестиційних проектів також і невеликих органів місцевого самоврядування, серед яких варто виокремити Баранівську, Горлівську, Долинську, Кам'янець-Подільську, Конотопську, Краматорську, Миргородську, Олександрівську, Павлоградську та Северодонецьку міські ради.

Заповичення, здійснені на зовнішньому кредитному ринку, є важливим джерелом отримання значних сум фінансування із низькою вартістю заповичених ресурсів. Проте в умовах нестабільної фінансової ситуації в країні та коливань валютного курсу (а відповідно, і виникненням валютних ризиків у випадку кредитування у валюті кредитора), витрати, пов'язані з обслуговуванням та погашенням зовнішнього кредиту, можуть нівелювати всі переваги низької вартості заповичених ресурсів на зовнішньому ринку. Тому важливою умовою ефективного здійснення місцевих заповичень є їх диверсифікація за інструментами отримання фінансових ресурсів та за країною походження кредитора. Розвиток вітчизняного ринку муніципальних заповичень дає змогу не лише уникнути валютних ризиків, але й унеможливує вплив фінансового капіталу за кордон (як це відбувається в разі здійснення зовнішнього фінансування місцевих органів влади). За допомогою внутрішнього кредитування фінансові ресурси лише перерозподіляються між учасниками кредитних відносин, але залишаються в країні-позичальника, що не призводить до дефіциту платіжного балансу країни.

У загальному, ринок муніципальних заповичень в Україні на сучасному етапі його розвитку характеризується такими визначальними ознаками:

1. Незацікавленість потенційних інвесторів у здійсненні фінансування місцевих органів влади, що пояснюється сукупністю таких факторів:

1.1. Низька дохідність облігацій місцевих позик порівняно з дохідністю, отриманою від альтернативного способу інвестування фінансових ресурсів [27].

1.2. Недостатній рівень гарантій та правового захисту інвесторів, великий ризик неповернення вкладених коштів, що спричинено відсутністю відповідальності держави за борговими зобов'язаннями Автономної Республіки Крим і територіальних громад, а також низькою ліквідністю предметів застави (у випадку кредитування місцевих органів влади) [2; 16; 27].

1.3. Обмежений доступ до інформації про діяльність емітентів облігацій місцевих позик, цільового використання заповичених коштів і т. д. [9].

2. Низький рівень активності органів місцевого самоврядування на ринку муніципальних заповичень (лише близько 40 із понад 11 500 місцевих територіальних громад використовують місцеві заповичення як інструмент отримання додаткових фінансових ресурсів), несистематичність виходу місцевих органів влади на фінансовий ринок [19; 25], що є результатом таких причин:

2.1. Законодавчі обмеження щодо здійснення заповичень, які накладаються центральним урядом на місцеві борги і позики, застосовуються щодо необхідності погодження заповичень (процедура є доволі тривалою у часі – заповичення вважаються погодженими, якщо Міністерством фінансів України рішення не прийнято протягом одного місяця зі дня надходження документів на погодження – відтерміновуючи тим самим початок інвестування), напрямів використання отриманих фінансових ресурсів, обов'язкового проходження процедури рейтингу-

Структура місцевого боргу України  
(питома вага основних складових)

Показник	Рік	2011	2012	2013	2014
Позики банків та фінансових установ		63,30	34,18	25,52	39,13
Позички за рахунок ресурсів ЄКР		29,34	28,54	46,03	37,81
Зобов'язання за цінними паперами		5,67	36,57	27,88	22,56

Джерело: розроблено автором на основі даних [8]

вання – визначення кредитоспроможності позичальників (що є надзвичайно вартісною процедурою для більшості територіальних громад), граничної суми місцевого боргу, витрат на обслуговування боргу та джерел погашення [2; 12; 13].

2.2. Недостатній рівень професіоналізму та відсутність досвіду (або відсутність обміну досвідом) спеціалістів місцевих органів влади.

3. Виникнення місцевого боргу, що є загальною сумою боргових зобов'язань територіальних громад із повернення отриманих та непогашених кредитів (позик) станом на звітну дату [2]. Проте зобов'язання місцевих органів влади не становлять загрози борговій безпеці адміністративно-територіальним одиницям України (співвідношення місцевого боргу до ВВП країни протягом досліджуваного періоду не перевищувало 1,5%, у той час як співвідношення державного боргу до ВВП у 2014 р. досягнуло значення 60,5%) [3; 8], а в структурі місцевого боргу не спостерігається чіткої тенденції щодо пріоритетності заборгованості одного фінансового інструменту (табл. 4).

У 2011 р. та 2014 р. переважала заборгованість за позиками банків та фінансових установ – 63,3% та 39,13% усіх боргів місцевих органів влади відповідно. У 2013 р. позички, отримані за рахунок ресурсів ЄКР, склали основну частину всіх місцевих боргів – 46,03%. Заборгованість за облігаціями місцевих позик досягла найвищого значення у 2012 р. – 36,57% загального обсягу місцевих боргів (саме в 2012 р. місцевими органами влади було здійснено найбільшу емісію ОМП на суму 5,68 млрд. грн.).

**Висновки.** Розвиток ринку муніципальних запозичень як джерела акумуляції додаткових фінансових ресурсів для фінансування інвестиційних проєктів є важливим та необхідним завданням кожної територіальної громади. Досвід використання боргового фінансування місцевих бюджетів в Україні свідчить про нестабільність здійснення запозичень місцевими органами влади та наявність суттєвих перешкод їх виходу на фінансові ринки. Для активізації використання інструменту місцевих запозичень, підвищення інвестиційної привабливості органів місцевого самоврядування та розширення видатків капітального спрямування місцевих бюджетів необхідно вдосконалювати ринок муніципальних запозичень та забезпечувати його розвиток, що полягає у реалізації таких завдань:

- комплексний розвиток усієї фінансової системи як адміністративно-територіальної одиниці, так і країни в цілому, що сприятиме розширенню фінансової бази потенційних інвесторів органів місцевого самоврядування;

- підвищення рівня фінансової самостійності та збільшення власних доходів (зокрема фіскальних) місцевих органів влади [4], що забезпечить можливість своєчасного здійснення виплат з обслуговування та погашення заборгованості, а відповідно, і підвищення рівня кредитоспроможності міських рад, гарантування надійності повернення позик, форму-

вання позитивної публічної кредитної історії місцевих органів влади;

- пріоритетність інвестування в проєкти, що приносять дохід, тим самим забезпечивши погашення заборгованості за рахунок доходів від проєкту, для фінансування якого були здійснені запозичення, зменшуючи таким чином ризик неповернення запозичень чи ризик створення додаткового фінансового навантаження на бюджет у майбутньому;

- контроль над здійсненням запозичень, що полягає в управлінні як борговими процесами, так і в нагляді за ефективністю реалізації інвестиційних проєктів – надання переваги довгостроковому характеру запозичень, використання запозичених коштів виключно на інвестиційні цілі (для уникнення появи фінансових пірамід), необхідність представлення конкретних програм розвитку, система штрафів за нецільове використання запозичених коштів, експертиза інвестиційних проєктів;

- забезпечення вільного доступу до інформації про діяльність органів місцевого самоврядування на ринку муніципальних запозичень, тобто формування публічної інформації щодо кредитної історії міста на кожному сайті відповідної міської ради з представленням деталізованих характеристик здійснених запозичень (кредитор, сума позики, тривалість, вартість, особливі умови запозичення, фактично здійснені запозичення, напрями використання запозичених коштів, плани погашення боргів і т. ін.);

- гарантування захисту прав кредиторів (регламентація предметів застави, процедури врегулювання дефолтів, реструктуризації та рефінансування боргів) [23];

- створення інститутів фінансування місцевих органів влади (за аналогією існування таких структур у Данії, Канаді, Норвегії, США, Франції, Швеції). Формування таких інститутів вирішить проблему здійснення запозичень селами та селищами, яким, відповідно до сучасного законодавства, не дозволено здійснювати запозичення; полегшить процедуру отримання запозичень містами, що не мають фінансових можливостей самостійного виходу на внутрішній та зовнішній ринки капіталів; забезпечить можливість здійснення запозичень поодиноким характеру чи в невеликих обсягах [25];

- заснування «Асоціації учасників ринку місцевих запозичень», до складу якої можуть входити як безпосередні учасники процесу здійснення запозичень – органи місцевого самоврядування, банківські установи, інвестиційні та страхові компанії, інші фінансові організації, так і інституції, що забезпечують планування, підготовку та реалізацію процесу залучення додаткових фінансових ресурсів – незалежних консалтингових фірм, рейтингових агентств, юристів, бухгалтерів, економістів, представників громадськості, що дасть змогу взаємодіяти всім зацікавленим сторонам у процесі вирішення проблем, сприятиме обміну досвідом щодо здійснення місцевих запозичень та забезпечить більш ефективне функціонування системи регулювання ринку місцевих запозичень в Україні [5].

Перспективними напрямками подальших досліджень є ґрунтовне вивчення ризиків здійснення муніципальних запозичень, детальний аналіз інституційної складової частини ринку місцевих позик в Україні та всебічний розгляд здійснення муніципальних запозичень у зарубіжних країнах.

## БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Агентство Fitch підвищило довгостроковий кредитний рейтинг Києва [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://url.in.ua/9r1aA>.
2. Бюджетний Кодекс України від 08.07.2010 р. № 2456-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>.
3. Валовий внутрішній продукт у фактичних цінах / Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.
4. Возняк В.Г. Сучасні механізми реалізації бюджетної політики розвитку: регіональний вимір / В.Г. Возняк // Проблеми економіки. – 2014. – № 3. – С. 187–193.
5. Діденко Л.В. Місцеві позики як джерело залучення фінансових ресурсів до місцевих органів влади / Л.В. Діденко, І.П. Головенко // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2014. – № 2. – С. 57–66.
6. Діяльність НЕФКО в Україні [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://url.in.ua/s9nOc>.
7. Дяченко С.А. Розширення фінансової автономії органів місцевого самоврядування шляхом розвитку ринку муніципальних запозичень / С.А. Дяченко // Інвестиції: практика та досвід. – 2014. – № 19. – С. 110–114.
8. Звітність про виконання бюджету / Державна казначейська служба України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>.
9. Інструменти розширення ринку муніципальних цінних паперів як чинника ресурсного забезпечення регіонального розвитку. Аналітична записка [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.niss.gov.ua/articles/1131/>.
10. Каспрук А.Ю. Муніципальні позики як складова доходів бюджету розвитку місцевих бюджетів / А.Ю. Каспрук // Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Сер.: Економіка. – 2012. – Вип. 19. – С. 27–30.
11. Кореняко М.Г. Муніципальні запозичення як інструмент підтримки економічного розвитку регіонів / М.Г. Кореняко // Регіональна економіка. – 2008. – № 4. – С. 32–37 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/regek\\_2008\\_4\\_6ю](http://nbuv.gov.ua/UJRN/regek_2008_4_6ю)
12. Кредитні рейтинги / Рейтингове агентство «Кредит-Рейтинг» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.credit-rating.ua/ru/ratings/#results>.
13. Кредитні рейтинги / Українське кредитно-рейтингове агентство [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ucra.com.ua/ru/ratings>.
14. Муніципальні фінанси: [навч. посіб.] / О.П. Кириленко, С.Л. Коваль, З.М. Лободіна [та ін.]; за ред. О.П. Кириленко. – Тернопіль: Астон, 2015. – 360 с. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://url.in.ua/0TX7c>.
15. Нехаичук Д.В. Місцеві позики та їх розвиток в Україні / Д.В. Нехаичук, Ю.С. Нехаичук // Вчені записки Таврійського національного університету імені В. І. Вернадського. Серія «Економіка і управління». – 2009. – Т. 22 (61). – № 1. – С. 65–70.
16. Олійник Л.А. Стан і проблеми розвитку місцевих запозичень в Україні / Л.А. Олійник, М.А. Трусєєва // Науковий вісник Національного університету біоресурсів і природокористування України. Серія: Економіка, аграрний менеджмент, бізнес. – 2014. – № 200 (3). – С. 237–242.
17. Петриків А.В. Сучасні тенденції функціонування та шляхи підвищення ефективності місцевих запозичень в Україні / А.В. Петриків // Державне управління: удосконалення та розвиток. – 2014. – № 6 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.dy.nayka.com.ua/?op=1&z=728>.
18. Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Порядку здійснення місцевих запозичень» від 16.02.2011 р. № 110 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/110-2011-p>.
19. Реєстр місцевих запозичень та місцевих гарантій / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://195.78.68.18/minfin/control/uk/publish/archive/main?cat\\_id=68447](http://195.78.68.18/minfin/control/uk/publish/archive/main?cat_id=68447).
20. Рейтинг Києва більше не дефолтний: S&P і Moody's підвищили свої оцінки [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://url.in.ua/sVaX8>.
21. Ринок облігацій України / Національне рейтингове агентство «Рюрік» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://rurik.com.ua/our-research/branch-reviews/1188>.
22. Річна звітність / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nssmf.gov.ua/activities/annual>.
23. Синютка Н.Г. Аналіз розвитку ринку муніципальних запозичень в Україні: чинники та тенденції / Н. Г. Синютка // Облік і фінанси. – 2015. – № 3 (69). – С. 116–123.
24. Сідельникова Л.П. Сучасні тенденції функціонування інституту місцевих запозичень в Україні / Л.П. Сідельникова // Економіка та держава. – 2011. – № 12. – С. 59–62.
25. Телятников В.М. Перспективи створення інститутів фінансування місцевих органів влади в Україні / В.М. Телятников // Економічний часопис-XXI. – 2014. – № 1–2 (2). – С. 32–35.
26. Фокша Л.В. Зовнішні запозичення місцевих органів влади / Л.В. Фокша // Вісник Харківського національного університету внутрішніх справ. – 2009. – Вип. 3 (46). – С. 196–202 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://visnyk.univd.edu.ua/?controller=service&action=download&download=9327>.
27. Хвостенко В.С. Фінансова децентралізація як чинник популяризації муніципальних облігацій / В.С. Хвостенко // Науковий вісник Херсонського державного університету. – 2015. – Вип. 12. – Ч. 3. – С. 173–175.
28. Swianiewicz P. Local government borrowing in Europe – lessons for Croatia [Electronic resource]. – Mode of access: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2239318](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2239318).