

# ОСОБЛИВОСТІ СТАНОВЛЕННЯ РИНКУ МУНІЦИПАЛЬНИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ

Мазур Ірина Іванівна,  
доктор економічних наук, доцент

• Визначено причини недосконалості розвитку ринку муніципальних облігацій України, виявлено його позитивні й негативні риси, а також розкрито механізм його дії як пріоритетного фінансового джерела розвитку регіонів.

*Ключові слова:* муніципальні цінні папери, муніципальні облігації, ринок муніципальних цінних паперів, комунальна власність, муніципальні позики, муніципалітет.

Для того, щоб Україна зайняла достойне місце у світовій економіці в умовах фінансової кризи, вона має мобілізувати всі свої резерви і вирішити проблеми, що стримують її соціально-економічний розвиток.

На сьогодні для України негативним чинником є незавершеність формування інституційного середовища. Серед його складових необхідно виділити незавершеність становлення форм власності та захисту прав власності.

Так, у комунальній власності регіонів – не задіяна мотивація ефективного розвитку і підтримання у територіальних громадах; не задіяні механізми ринкової регіональної самоорганізації, що забезпечують самопідтримуючий розвиток територіальних громад і територіально-господарських комплексів; не повною мірою функціонують такі інститути ринку, як фондовий ринок і його інфраструктура, тому вони не спроможні залучити кошти на пріоритетні напрями економічного розвитку України; регіональне самоврядування ще не набуло такого рівня, яке дало б поштовх для ефективного зростання економіки як в регіонах, так і в країні в цілому.

Європейська хартія місцевого самоврядування, яку ратифікувала Україна, передбачає надання органам місцевого самоврядування права доступу на ринки позичкового капіталу. Реалізація цього фундаментального принципу Хартії дозволяє органам місцевого самоврядування значно зменшити гостроту проблеми нестачі фінансових ресурсів. Відтак, саме завдяки виходу на ринки позичкового капіталу міста отримали можливість швидко розвиватися, долати найбільш болючі проблеми.

Тому муніципальні запозичення стають сьогодні виходом для фінансового забезпечення регіонів України. Це можливо здійснити за рахунок випуску облігацій місцевих муніципальних та регіональних позик. Це і підтверджує актуальність обраної теми.

Означену проблему досліджували Г. Берадзе, О. Білоус, К. Борисюк, В. Віленчик, Н. Волкова, М. Гапонюк, М. Лапішко, Г. Коляда, Д. Корнеєв, І. Кривов'язюк, О. Мендрул, Н. Мудрик та інші. У своїх роботах вони розкрили сутність муніципальних облігацій, їх роль та місце у процесі розвитку соціальної інфраструктури; проаналізовано стан ринку муніципальних облігацій України. Проте в їхніх роботах майже повністю відсутня інформація про муніципальні облігації як інструмента поповнення місцевих бюджетів України.

Нашим завданням є визначення причин недосконалості розвитку ринку муніципальних облігацій України, виявлення його позитивних і негативних рис, а також розкриття його механізму дії як пріоритетного фінансового джерела розвитку регіонів.

У розвинених країнах муніципальні позики відіграють важливу роль, дозволяючи розв'язувати проблеми фінансування програм соціально-економічного розвитку міст і регіонів. Наприкінці 90-их років муніципальні облігації склали близько 13 % усього ринку облігацій США, а на початку 2000 р. більше ніж 60 % муніципальних органів влади країни мали багатий досвід розміщення й обслуговування боргових цінних паперів [1, с. 125].

Так, 20 % акцій концерну Volkswagen належить територіальній громаді федеральної

землі Німеччини, де розташоване головне підприємство (управляється урядом землі від імені громади).

Протягом останніх 150 років в одній з найбільш благополучних країн світу Швейцарії базові галузі економіки (енергетика, в тому числі атомна, зв'язок, телекомунікації, ВПК, транспорт, кантональні банки) знаходяться у суспільній власності. Референдум від 24 серпня 2002 р. щодо часткової лібералізації ціноутворення і доступу до електромереж приватних операторів підтвердив негативне відношення громадськості до цієї пропозиції і залишив згадані галузі у суспільній власності під громадським контролем. Співвласниками таких галузей Швейцарії здебільшого є господарські управління муніципалітетів, уряди кантонів (областей), кантональні парламенти, галузеві виробничі об'єднання, науково-дослідні інститути, державні установи; державні, приватні та засновані на корпоративній власності підприємства, банки; робітники підприємств, суміжні підприємства. Такий розподіл власності, заборона на відчуження та зміну форми власності закріплені законодавчо. Вирішальним чинником є здатність власників забезпечити баланс інтересів, ефективне виробництво, контроль над фінансовими потоками і їх використання на науково-технічний, технологічний, виробничо-господарський, соціальний, природоохоронний розвиток підприємств [2].

Відтак муніципальні цінні папери є потужним фінансовим інструментом, який завдяки органам місцевого самоврядування може ефективно вирішувати як короткострокові, так і довгострокові проблеми, пов'язані з бюджетним фінансуванням. Муніципальні облігації стають важливим джерелом фінансового забезпечення розвитку місцевого самоврядування не лише в розвинених країнах, а й в Україні.

Муніципальні облігації – цінні папери, які випускаються місцевими органами державної влади як засіб залучення фінансових ресурсів для реалізації власних інвестиційних програм, а також у випадку дефіциту місцевого бюджету або на позабюджетні цілі.

Щодо поняття «орган місцевого самоврядування», під ним розуміють муніципалітет. Муніципалітет (фран. – municipalité, від лат. – municipium – виборні органи місцевого, здебільшого міського самоврядування) [8]. Звідси й пішла назва «муніципальні облігації». Хоча в різних країнах це поняття має свої особливості. Так, в Україні не вживають офіційно термін

«муніципалітет». Відповідно до Конституції України (ст. 2) місцеве самоврядування здійснюється територіальними громадами як безпосередньо, так і через відповідні місцеві (сільські, міські, районні та обласні) ради.

Основною метою випуску муніципальних облігацій є запозичення коштів для:

- фінансування проектів місцевих органів влади або територіальних утворень, які мають виключно місцеве значення (потреби комунальних господарств тощо);
- погашення існуючих зобов'язань (муніципальних цінних паперів, випущених попередньо);
- задоволення нагальних потреб місцевих органів влади або територіальних утворень у грошових коштах в очікуванні майбутніх надходжень.

Ознаки муніципальних облігацій, як виду цінних паперів:

- мають номінал, розмір якого визначається у час випуску і характеризує основну суму боргу емітента;
- можуть передбачати виплату відсотків;
- мають обмежений термін обігу (на відміну від акцій, що не мають визначеного строку обігу і можуть перебувати на ринку до ліквідації їх емітента або прийняття відповідного рішення про анулювання).

Властивості муніципальних цінних паперів:

- за надійністю і безризиковістю поступаються лише державним цінним паперам, але різні їх види мають різну надійність залежно від джерела забезпечення боргу;
- за первинного розміщення продаються переважно на аукціонах;
- здебільшого мають неринковий характер;
- доходи на такі цінні папери, як правило, не оподатковуються;
- можуть бути іменними і на пред'явника (останніх стає все менше, оскільки особи, звільнені від податків, державою реєструються);
- під час випуску передбачається право дострокового погашення їх емітентом.

### **Види муніципальних цінних паперів**

За ознакою «способу забезпечення» є такі.

*Незабезпечені облігації* – це незабезпечені боргові зобов'язання, тобто емітент не бере на себе заставних зобов'язань. Вони підкріплені лише сумлінністю емітента. Щоправда, певне непряме забезпечення існує, оскільки емітентом є місцевий орган самоврядування, який розпоряджається місцевими податками. Переважно випускаються для фінансування

проектів, що не приносять доходів, проектів соціального призначення, тобто таких, що не мають на меті отримання прибутку.

*Облігації під майбутні платежі* – погашаються за рахунок доходів від проекту, для фінансування якого вони були випущені. Передусім це об'єкти комунального призначення, що мають джерелом забезпечення майбутні платежі за оренду, мито, комісійні та інші місцеві збори й відрахування від прибутків об'єктів, що будуються.

Ці два види випускають як *генеральні облігації* – під загальне зобов'язання (general bonds або general obligation bonds) або як *дохідні облігації* (revenue bonds). Перші забезпечуються усіма доходами та іншими фінансовими джерелами емітента, а також його правом на справляння податків. Другі обслуговуються за рахунок доходів від спеціально обумовлених проектів (наприклад, платних доріг). Тобто дохідні облігації передбачають, що виплати основної суми та відсотків здійснюються лише в тому випадку, коли досягнутий достатній рівень дохідності проекту.

*Облігації забезпечені податковими надходженнями* – гарантією виконання зобов'язань з цих облігацій є надходження до місцевого бюджету певного виду податку. Прикладом може бути податок на бензин, що призначається для погашення облігацій, які випущені для фінансування будівництва й ремонту доріг.

*Облігації забезпечені нерухомістю* – забезпечуються будівлями, спорудами, земельними ділянками, що знаходяться у комунальній власності. Забезпечення муніципальних цінних паперів посилюється, коли гарантами надійності стають регіональні банки або великі підприємства, що беруть участь в реалізації проектів. Має сенс грошові кошти, що надходять від випуску муніципальних облігацій, переказувати в позабюджетні фонди, які через свій цільовий характер також сприятимуть збереженню високої надійності цінних паперів.

*За призначенням* усі муніципальні цінні папери можна розділити на 2 групи: *цінні папери загального призначення* та *дохідні*.

*Муніципальні цінні папери загального призначення* використовуються для:

- фінансування капітальних витрат;
- будівництва об'єктів соціального та виробничого призначення місцевого та міжрегіонального значення.

Випуск цих облігацій здійснюється під гарантію місцевих бюджетів, що мають повноваження до залучення коштів, оподаткування.

*Доходні цінні папери* випускаються з метою фінансування певних проектів щодо спорудження нових об'єктів і погашаються після отримання доходів від новостворених об'єктів. Ця група представлена житловими, комунальними, лікарняними облігаціями, облігаціями для промислового розвитку.

*За терміном дії* муніципальні цінні папери можуть бути: *коротко-, середньо- та довгостроковими*.

*Короткострокові муніципальні цінні папери* представлені векселями, що фінансують короткострокові потреби, що часто покривають тимчасові потреби у фінансах.

*Середньострокові муніципальні цінні папери* представлені житловими сертифікатами.

*Довгострокові муніципальні боргові зобов'язання* набули широкого розповсюдження у світовій практиці. Вони отримали назву облігацій подвійного захисту, тобто мають подвійний гарант захисту.

Такої класифікації дотримуються більшість дослідників з проблем муніципальних цінних паперів.

Економічне обґрунтування доцільності муніципальної позики багато в чому залежить від її якості. Таке обґрунтування має охоплювати широке коло питань, зокрема:

- оцінку потенціалу даного емітента й регіону в цілому (природні ресурси, індустріальний розвиток, система оподаткування тощо);
- розрахунок рентабельності проекту, що фінансується;
- розрахунок соціально-економічної ефективності проекту;
- розрахунок доходності облігації;
- ступінь ліквідності заставного майна;
- вибір оптимальних показників (ставок відсотка, обсягу емісії, терміну погашення тощо);
- визначення способу передплати і сфери розміщення облігацій;
- оцінювання вірогідності очікуваних результатів.

Отже, муніципальні цінні папери випускаються місцевими органами влади з метою мобілізації коштів для виконання місцевих програм. Тому необхідний ринок місцевих запозичень. Такий ринок у розвинених країнах світу перетворився на істотний сектор національного ринку капіталів, причому боргові зобов'язання деяких муніципалітетів також котируються і на міжнародному фондовому ринку. Проекти, що реалізуються за рахунок залучення у такий спосіб коштів, позитивно впливають на місцеві громади, створюючи

нові робочі місця, розвиваючи інфраструктуру, без якої неможливий розвиток конкурентного підприємницького середовища та підвищення соціальних стандартів.

Місцева позика у формі облігації має певні *кількісно-якісні характеристики*:

- умови розміщення позики;
- терміни позики;
- прибутковість позики;
- курсову ціну позики;
- ризикованість позики тощо.

Кількісно-якісні характеристики конкретизують економічну природу місцевої позики, її призначення та місце у системі фінансових відносин.

До переваг муніципальних цінних паперів можна віднести:

- отримані кошти від випуску муніципальних цінних паперів спрямовуються на конкретно визначені програми розвитку регіону (з метою будівництва та утримання таких об'єктів, що мають важливе значення для даної місцевості), що створить нові робочі місця, збільшить податкові надходження, зменшить соціальне напруження, сприятиме розвитку інфраструктури ринку цінних паперів;

- надійність і ліквідність муніципальних цінних паперів як для національних інвесторів (надійність забезпечується двома способами: податковими пільгами інвесторам і доходами існуючих об'єктів), так і для іноземних інвесторів;

- сьогодні муніципальні облігації залишаються практично одним з останніх джерел фінансування інвестицій в економіку України. Оскільки за корпоративними облігаціями підприємства повинні негайно сплачувати податок на прибуток (30 %), а кошти вилучені через облігації внутрішньої державної позики спрямовуються, як правило, на фінансування дефіциту бюджету, а не на виробництво;

- позики доцільні для місцевих капітальних витрат органів влади тому, що такі витрати будуть приносити користь для людей протягом років, а нові виплати за процентами позики здійснюватимуться з податків, що вилучатимуться в наступні роки [3, с. 22].

Але незважаючи на всі переваги, випуски муніципальних цінних паперів так і не дістали значного поширення в Україні. Суттєвим стримуючим чинником є відсутність законодавчої бази, яка б регулювала проблему запозичень до місцевих органів влади.

Основними законодавчими актами, що регулюють процес емісії і розміщення муніципальних цінних паперів, є Бюджетний ко-

декс України, Постанова КМУ від 24 лютого 2003 року № 207 «Про затвердження Порядку здійснення запозичень до місцевих бюджетів» та рішення Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку від 07.10.1997 року № 414 «Про затвердження положення про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик». З метою вдосконалення нормативно-правової бази цієї сфери діяльності Міністерство фінансів України розробило Проект закону України «Про місцеві запозичення і місцеві гарантії», що повинен встановити чіткі правила здійснення місцевих запозичень і надання місцевих гарантій, знизити ризики невиконання місцевими органами своїх зобов'язань, тим самим створити передумови для набуття позитивного досвіду та запровадження ефективної практики запозичень [4].

Світовий досвід також свідчить про наявність певних проблем у випуску муніципальних цінних паперів. До таких можна віднести:

- поширення муніципальних позик, здійснюваних за принципом облігацій внутрішньої державної позики, призводить до будівництва «фінансових пірамід» на рівні регіонів, а це може мати для них негативні економічні наслідки;

- покриття дефіциту бюджету за допомогою облігаційних позик веде лише до перекладення боргів на виконавців наступних бюджетів.

Світова практика свідчить, що єдиним виправданим засобом може бути інвестування засобів позики у виробничі проекти, що дають конкретну економічну віддачу і мають важливе значення для соціально-економічного розвитку регіонів [5].

За рахунок муніципальних запозичень фінансується розвиток міст та їх інфраструктура, але вони не спрямовуються на поточні потреби, а мають інвестиційний характер.

Проекти, на які здійснюються муніципальні запозичення, поділяються на 3 групи.

Перша включає об'єкти, що приносять прибуток, за рахунок якого не тільки повністю покриваються всі експлуатаційні витрати і платежі за запозиченням, а й отримується чистий прибуток.

Друга група проектів – це ті, що не приносять прибутків, але окупувають витрати на їх спорудження. Наприклад, школи, лікарні, будівлі пожежної охорони тощо.

Третя група проектів передбачає будівництво об'єктів, що не приносять прибутку, але слугують суспільним цілям та забезпечують виключно громадські послуги.

Окрема група проектів реалізується спільно органами місцевого самоврядування та бізнесом, переважно за кошти підприємств. Такі проекти отримали назву проектів промислового розвитку. Вони забезпечують розвиток територій та сприяють залученню до місцевого розвитку приватних інвестицій. Особливо це стосується розвитку бізнесу та створення нових робочих місць.

Практика реалізації різноманітних проектів розвитку сприяла появі різноманітних інструментів залучення ресурсів. Це кредити, різноманітні облігаційні позики, зокрема доходні на фінансування проектів, генеральні під загальне забезпечення, облігації промислового розвитку, двостовльні, єврооблігації, житлові, участі у кредиті. За формою випуску широко застосовування набули облігації з нульовим купоном, з постійною ставкою, із змінною ставкою.

Облігаційні позики місцевих влад мають своє забезпечення. Це муніципальне майно; гарантії третіх осіб; державні гарантії; загальні зобов'язання муніципалітету (з обмеженням і необмеженим правом на запровадження податків); гарантійні (резервні фонди); страхування.

Спостерігається тенденція скорочення внутрішніх ринків запозичень капіталу органів місцевого самоврядування і зростання зовнішніх, зокрема єврооблігаційних.

До основних чинників, що стримували і продовжують стримувати розвиток ринку муніципальних облігацій України, вітчизняні фахівці [6, с. 327] відносять:

- відсутність дієвого механізму гарантування прав кредиторів;
- недостатню ліквідність та привабливість муніципальних облігацій порівняно з іншими борговими інструментами фондового ринку;
- відсутність розвиненої інфраструктури фондового ринку, що не дозволяє фізичним особам активно брати участь у формуванні попиту на фінансові інструменти фондового ринку через інститути спільного інвестування;
- відсутність обґрунтованої інформації щодо цільового використання залучених коштів та термінів окупності проектів;

- законодавчі обмеження щодо розвитку як зовнішніх, так і внутрішніх муніципальних запозичень;

- невисокий рівень довіри інвесторів до держави через нестабільність економічної та особливо політичної ситуацій.

Таким чином, державна політика щодо ринку муніципальних облігацій повинна спрямовуватися на недопущення штучного посилення диференціювання регіонів, підвищення ефективності використання місцевими і регіональними органами коштів з метою виробничого інвестування через механізми відкритого конкурсу розподілу інвестиційних ресурсів і підконтрольності цих механізмів органам влади і громадським утворенням, інформаційної відкритості для інвесторів і населення регіонів.

Тому ініціативу стосовно цього можуть перебрати на себе місцеві органи влади. Місцева влада повинна мати можливість упереджувати різноманітні негативні соціально-економічні процеси (фінансова та економічна криза; збільшення безробіття; зростання соціального напруження тощо).

Розвиток місцевого самоврядування потребує концептуальної визначеності.

У цьому аспекті важливим є формування в регіонах адміністративно-територіальних громад за принципом представницької демократії інтересів суб'єктів через їх участь в управлінні, плануванні, прогнозуванні соціально-економічних процесів території. Така самоорганізація особливо важлива для регіонів в умовах фінансово-економічної кризи, оскільки сьогодні держава не ефективно виконує притаманні їй функції, а метою діяльності такої самоорганізованої територіальної громади є максимально можливий соціально-економічний розвиток території з огляду на наявні ресурси та переваги. Завдяки збільшенню ролі місцевого замовлення для потреб громади території це сприятиме інвестиційній діяльності, відтворенню всіх видів капіталу, інноваційної складової розвитку.

#### Використані джерела

1. Білоус, О. А. Ринок облігацій як сегмент фондового ринку // Фінанси України. – 2005. – № 2. – С. 123–128.
2. Дульська, І. В. Внутрішні джерела збільшення конкурентоспроможності технологістських регіональних економік (Рада по вивченню продуктивних сил України НАН України) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.pdf4.ru/text8428/conf\\_article28.html](http://www.pdf4.ru/text8428/conf_article28.html)
3. Карловская, Г. В. Инвестиционные возможности муниципальных займов // ЭКО. – 1999. – № 3. – С. 19–23.

4. *Бюджетний кодекс України* // Відомості Верховної Ради України. – 2001. – № 37–38; Постанова КМУ «Про затвердження порядку здійснення запозичень до місцевих бюджетів» від 24 лютого 2003 року № 207; Рішення Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку «Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик» від 07.10.1997 року № 414; Проект закону України «Про місцеві запозичення і місцеві гарантії».
5. *Шарп, У.* Инвестиции : пер. с англ. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 1024 с.
6. *Штерн, Г. Ю.* Ринок муніципальних облігацій в Україні / Г. Ю. Штерн, О. А. Карлова, К. В. Погосьян // Коммунальное хозяйство городов. Научно-технический сборник № 70. – 2006. – С. 323–327
7. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://eprints.ksame.kharkov.ua/1410/1/323-327\\_](http://eprints.ksame.kharkov.ua/1410/1/323-327_)
8. *Енциклопедія ЖКС* / за ред Р. Дяківа. К. : ТзОВ «КНИГОДРУК». – 2007. – С. 521.