

УДК 336.763.3

ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ РИНКУ МУНІЦИПАЛЬНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ

DEVELOPMENT PROSPECTS OF THE MUNICIPAL STOCK MARKET IN UKRAINE

Лариса Миколаївна БАРАБАН

старший викладач кафедри банківської справи,

Черкаського інституту банківської справи Університету банківської справи НБУ (м. Київ)

E-mail: Baraban2012@ukr.net

Larysa M. BARABAN

Senior Lecturer of Banking Department,

Cherkasy Institute of Banking of the University of Banking of the National Bank of Ukraine (Kyiv)

Анотація. У статті досліджено питання випуску муніципальних цінних паперів та їх ролі на ринку місцевих запозичень, визначено головні переваги та проблеми їх розвитку на фондовому ринку України.

Summary. In the article the questions of issuing municipal securities and their role at the market of the local borrowings are investigated, the main advantages and problems of their development at the stock market of Ukraine are outlined.

Ключові слова: фондовий ринок, муніципальні облигації, цінні папери, державне регулювання фондового ринку України, емісія цінних паперів, муніципальні позики.

Key words: stock market, municipal bonds, securities, government regulation of stock market of Ukraine, capital issue, municipal loans.

Постановка проблеми. Останніми роками особливо актуальною стала проблема нестачі фінансових ресурсів органів місцевого самоврядування та нестабільність їхніх доходних джерел. Зростаюча останнім часом економічна самостійність регіонів не лише дає змогу місцевим органам влади розвивати ініціативу, а й покладає на них частину відповідальності за реалізацію економічної політики держави. Відтак, на міські бюджети лягає додатковий тягар, пов'язаний не лише із забезпеченням безперерйного функціонування всіх важливих інфраструктурних установ міста, а й зі створенням додаткових умов для їх розвитку. Недостатність бюджетного фінансування міст і областей України активізує проблему залучення необхідних ресурсів з інших джерел. За таких умов місцеві бюджети повинні використовувати можливість ринку цінних паперів за рахунок випуску облигацій місцевих муніципальних та регіональних позик. Муніципальні запозичення є важливим джерелом фінансового забезпечення розвитку місцевого самоврядування і є потужним фінансовим інструментом, який сприяє ефективно вирішувати поточні й довготермінові проблеми, пов'язані з фінансуванням бюджетних видатків.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблема муніципальних облигаційних позик, як складова теорії фінансів місцевих органів влади в сучасних умовах суспільного життя України залишається відкритою. Дана проблема розглядається на теоретичному і методологічному рівнях у роботах таких вчених-економістів, як О. Г. Мендрул, І. А. Павленко, Ю. Я. Кравченко, І. В. Кривов'язюк, Г. Березде, В. Опарін, Д. Гридчук, К. Борисюк, О. Савенко та ін. Проблематика трансформаційних процесів при формуванні нових децентралізованих відносин, питання адміністративної реформи та взаємовідносини з органами місцевого самоврядування, які повинні вирішувати на місцях питання фінансування місцевих бюджетів вже вийшла за межі суто наукових і є темою для активного обговорення серед офіційних осіб, керівників областей, міст і селищ на всіх рівнях виконавчої влади в Україні. Активно впродовж останніх двох років, дану проблему обговорюють спеціалісти фондового ринку, зокрема НКЦПФР та провідні рейтингові агентства, такі як РА «Кредит-Рейтинг» та «Рюрик».

Метою статті є дослідження сучасних

тенденцій розвитку ринку муніципальних цінних паперів в умовах реформування економіки України та розкриття причин, що стримують розвиток даного ринку

Обґрунтування отриманих наукових результатів. Ринок муніципальних цінних паперів (МЦП) – це сукупність емітентів, інвесторів, саморегульованих організацій, професійних учасників ринку та відносин між ними з приводу емісії, обігу та обліку муніципальних цінних паперів. Емітентами на ринку МЦП є Верховна рада АР Крим та міські ради відповідно до вимог, установлених бюджетним кодексом України. Реєстрацію випуску облігацій місцевих позик здійснює Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку [1, ст. 9]. Муніципальні цінні папери випускаються місцевими органами влади з метою мобілізації коштів для виконання місцевих програм, пов'язаних з об'єктами громадського користування. Міська рада, що ухвалила рішення щодо залучення кредитів у місцевий бюджет у формі випуску облігацій, випустила їх від свого імені й несе зобов'язання, які передбачені умовами випуску. Джерелом погашення облігацій місцевої позики не можуть бути кошти від випуску нової позики. Погашення цих облігацій будь-якими цінними паперами або їх конвертацією не допускається. Максимальний розмір сумарної вартості випусків облігацій місцевої позики не повинен перевищувати 30% дохідної частини бюджету емітента за попередній рік. Обсяг випуску має узгоджуватися з Міністерством фінансів України до реєстрації емісії. Витрати місцевих бюджетів на обслуговування боргу не можуть щорічно перевищувати 30% витрат загального фонду відповідного місцевого бюджету.

Як свідчить досвід розвинутих країн світу, в обігу знаходяться наступні види муніципальних цінних паперів:

– облігації під загальне зобов'язання. За даними облігаціями заставних зобов'язань емітент на себе не бере і тому даний вид облігацій є незабезпеченими борговими зобов'язаннями емітента. Вони підкріплені лише добросовісністю емітента. Переважно випускають для фінансування проектів, що не приносять суттєвих доходів;

– облігації під дохід від проектів. Основне завдання емітентів при випуску таких облігацій – правильно визначити обсяг і цілі емісії. Необхідно заздалегідь чітко визначити, під які фінансові або виробничі проекти залучатимуться гроші, джерела надійних доходів для погашення й виплати відсотків, мати всі розрахункові дані інвестиційних проектів, слід реально враховувати ризики емісії. Погашаються за рахунок доходів

від проекту, для фінансування якого їх було випущено;

– облігації під конкретний податок. Гарантією виконання зобов'язань за цими облігаціями є надходження до місцевого бюджету певного виду податку;

– облігації під заставу нерухомості. Забезпечуються будівлями, спорудами, земельними ділянками та іншими матеріальними активами, що перебувають у комунальній власності.

Види муніципальних цінних паперів, класифікованих за ознакою «тип забезпечення», показано на рис. 1.

Розвиток ринку місцевих запозичень в Україні відбувався під впливом формування правової бази, яка його регулювала. Загальні засади формування ринку цінних паперів містяться у Бюджетному та Цивільному кодексах України. Специфіка та порядок здійснення емісії, обігу облігацій внутрішніх місцевих позик, реєстрації в НКЦПФР випуску облігацій, звіту про результати розміщення облігацій та скасування реєстрації випуску облігацій регулюється Положенням про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик [3]. Згідно з чинним законодавством, держава не несе відповідальності по зобов'язаннях за запозиченнями до місцевих бюджетів, встановлюючи певні обмеження щодо окремих видів позик, а саме:

– зовнішні запозичення можуть здійснювати лише міські ради міст з чисельністю населення понад вісімсот тисяч мешканців за офіційними даними державної статистики на час ухвалення рішення про здійснення запозичень (стаття 16 Бюджетного кодексу України);

– запозичення до відповідних бюджетів можуть бути здійснені лише до бюджету розвитку, а видатки на обслуговування боргу не можуть щорічно перевищувати 10% видатків від загального фонду відповідного місцевого бюджету протягом будь-якого бюджетного періоду, коли планується обслуговування боргу (стаття 74 Бюджетного кодексу України);

– якщо у процесі погашення основної суми боргу та платежів по його обслуговуванню, обумовленого договором між кредитором та позичальником, має місце порушення графіка погашення з вини позичальника, відповідна рада не має права здійснювати нові запозичення протягом 5 наступних років (п. 5, ст. 74 Бюджетного кодексу України).

У вітчизняному законодавстві присутній механізм надання гарантій органами місцевого самоврядування. Так, стаття 17 Бюджетного кодексу визначає, що гарантії щодо виконання

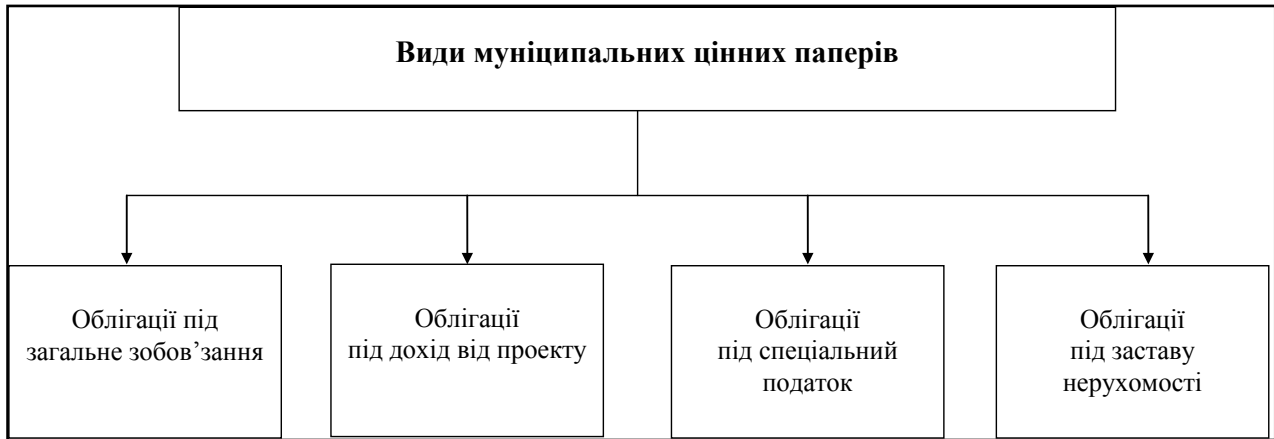
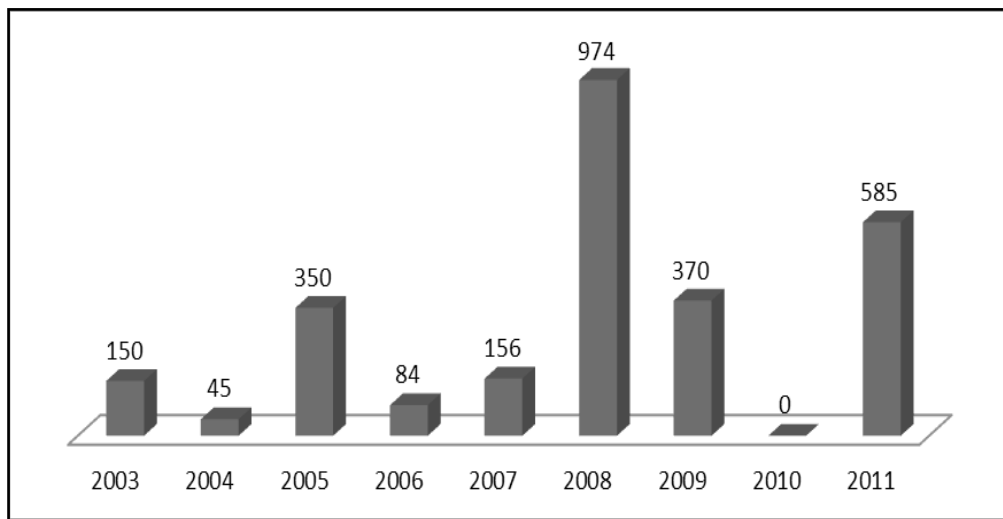
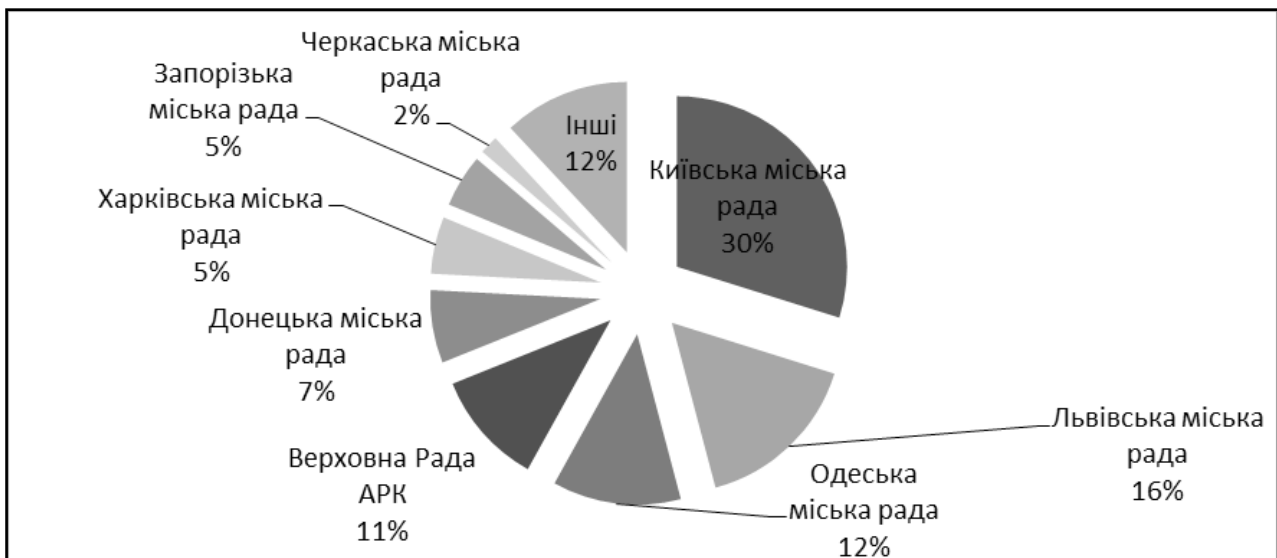


Рис. 1. Основні види муніципальних цінних паперів [2]

Рис. 2 Обсяг зареєстрованих випусків облігацій місцевої позики у 2003 - 2011 рр., млн грн
Джерело: побудовано автором на основі опрацювання даних [5]Рис. 3. Частка позик місцевих рад за 2003-2011 роки
Джерело: побудовано автором на основі опрацювання даних [8]

боргових зобов'язань надаються Радою міністрів АР Крим в особі міністра фінансів АР Крим та міськими радами в особі керівників їх виконавчих органів. Гарантії надаються лише на умовах платності, строковості, майнового забезпечення та зустрічних гарантів, отриманих від інших суб'єктів.

Історію створення вітчизняного ринку облігацій місцевих позик умовно можна поділити на декілька етапів, які характеризують його розвиток і формування системи фінансування органів самоврядування в умовах становлення ринкової економіки.

Аналізуючи динаміку зареєстрованих випусків облігацій місцевих позик з 2003 по 2011 роки (рис. 2) потрібно зазначити, що чітка тенденція відсутня. Даний ринок розвивається стихійно, не рівномірно за територіальними ознаками і дуже складно спрогнозувати його розвиток.

Очікування відновлення ринку муніципальних облігацій після повної зупинки наприкінці 2009 року було марним. Пікова активність ринку у 2008 році змінилась абсолютним «заморожуванням» ринку муніципальних облігацій у 2010 році. Цьому є пояснення, оскільки українська економіка перебувала під впливом глобальної фінансової кризи, яка охопила майже всі країни Європи.

Станом на 31.12.2011 року було зареєстровано НКЦПФР 8 випусків облігацій місцевих позик на суму 584,5 млн грн, що склало 3,41% від загального обсягу зареєстрованих випусків цінних паперів, що підтверджує на вагомий вплив вище наведених проблем на розвиток даного сектору фондового ринку. Емітентами виступали такі органи самоврядування: Верховна Рада АРК – на суму 400 млн грн, Запорізька міська рада – 25 млн грн, Черкаська міська рада – 60 млн грн та Харківська міська рада – 99,5 млн грн [5]. Враховуючи сучасний фінансовий стан органів місцевої влади в посткризовий період, можна дійти висновку, що наступні випуски облігацій внутрішніх місцевих позик – лише питання часу.

Досліджуючи ринок муніципальних запозичень за період з 2003 по 2011 роки, можна стверджувати, що основними емітентами даного інструмента є Київська, Львівська, Одеська, Верховна Рада АРК, Донецька, Запорізька та Харківська міські ради (рис. 3), що пояснюється значним зацікавленням даних органів місцевої влади у використанні такого ефективного джерела фінансування для вирішення соціальних потреб регіонів.

Ринок муніципальних облігацій, як складова фондового ринку України, поки що знаходиться лише на початковій стадії свого розвитку. Основними проблемами, що перешкоджають

становленню та розвитку ринку муніципальних цінних паперів в Україні, є:

- скорочення попиту на муніципальні цінні папери у зв'язку із погіршенням ліквідності фінансових посередників та недовіра населення до фінансових установ.

- зростання ризику несвоечасного повернення та сплати платежів за борговими зобов'язаннями;

- низький рівень муніципального фінансового менеджменту;

- недостатня ліквідність і привабливість муніципальних облігацій порівняно з іншими борговими цінними паперами фондового ринку;

- низький рівень підготовки працівників відповідних структурних підрозділів органів місцевого самоврядування щодо проведення роботи з підготовки та забезпечення випуску цінних паперів;

- відсутність механізму захисту прав кредиторів з контролю за цільовим використанням позикових коштів,

- низький рівень управління коштами резервних фондів позик,

- відсутність ефективної системи моніторингу реалізації інвестиційних проектів та оцінки величини кредитних ризиків за ними;

- відсутність прозорості інформації щодо діяльності емітентів.

Першопричиною вищезазначених проблем, є проблема виконання взятих на себе зобов'язань органами місцевого самоврядування. З 31-ї емісії, що були здійснені муніципальними органами влади, погашено всього вісім, ще декілька реструктуризовано. Усі інші муніципальні облігації залишилися в обігу на вторинному ринку, при чому більшість з них, очікуючи погашення, осіли в портфелях банків.

Окрім необхідності погашення позик за минулі звітні періоди, значне боргове навантаження очікує мегаполіси протягом наступних двох років: у 2012-2013 роках свої облігації повинні будуть гасити Донецьк (80 млн грн), Бердянськ (10 млн грн) та Луцьк (30 млн грн). Другий та третій випуски єврооблігацій столиці повинні будуть погашені у 2012 та 2015 роках.

Другою вагомою причиною скорочення випуску даного виду облігацій є вимога Міжнародного валютного фонду до України, щодо поступового скорочення загального рівня державного боргу, який прописаний в Меморандумі про економічну та фінансову політику, що укладений між Україною та МВФ.

Як свідчить досвід розвинутих країн світу, найбільш загальнозживаними інструментами державного регулювання у світі, що застосовується

Таблиця 1

Етапи розвитку ринку муніципальних цінних паперів

Основні етапи	Мета емісії та основна характеристика
Перший етап (1995 – I половина 1998 року)	Перша в Україні емісія місцевих облігацій на загальну суму 5 трлн 163 млрд крб. Строк обігу 1 рік, ставка прибутковості - 27% річних. Емітент – Київська міська державна адміністрація і м. Бровари. Мета – будівництво житла і розвиток метрополітену. Харківська міська рада – випустила облігацій на суму 150 млрд крб. Мета – розвиток міського транспорту. Черкаси випускають цільові облігації - «Житло для всіх» на загальну суму 80 млрд крб. Загалом, за цей час, за даними Міністерства фінансів України, в обігу перебували облігації місцевих позик органів місцевого самоврядування м. Донецька, Дніпропетровська, м. Комсомольська Полтавської обл., м. Севастополя загальним обсягом більш ніж 190 млн грн. Перший етап закінчився невдалим випуском місцевих облігацій Одеської міської ради у 1997 році, де емітент визнав себе неплатоспроможним і результати емісії були не однозначними. За цей період рішення щодо здійснення запозичень були прийняті органами місцевого самоврядування в 11 областях України.
Другий етап 1988 - 2002 роки	Уповільнення і майже призупинення діяльності ринку муніципальних запозичень, що було спричинено наслідками світової фінансової кризи (1998-1999 рр.) та невиконанням зобов'язань за одеськими муніципальними облігаціями, які підірвали у інвесторів довіру до даного фінансового інструмента. Відсутність прозорості при здійсненні емісії муніципальних цінних паперів, допущення розрахунків у іноземній валюті та необґрунтовані високі відсотки, відсутність страхового покриття і гарантійних механізмів повернення коштів.
Третій етап 2003 - 2008 роки	Поступове відродження ринку муніципальних запозичень. Емітенти – Київ, Бориспіль, Луганськ, м. Південне Донецької обл., Запоріжжя, Харків, Черкаси та ін. Основна мета – житлове будівництво, будівництво об'єктів комунального та соціально-культурного призначення і розвитку транспортної інфраструктури.
Четвертий етап 2008 і до цього часу	Стихийний розвиток ринку, відсутні чіткі ефективні проекти. Основні емітенти це міста, які зайняті підготовкою до проведення фінальної частини чемпіонату Європи з футболу 2012 року. Мета випусків – розвиток транспортної інфраструктури, реконструкція об'єктів комунальної власності. Наслідки світової фінансової кризи і поступове зниження у 2009 (майже на 25%) частки ринку МЦП та обсягу торгів муніципальними облігаціями, порівняно з 2008 роком.

Джерело: складено автором на основі [5, 6]

з метою своєчасного та у повній мірі неповернення виплат платежів за борговими зобов'язаннями, здійсненими у формі місцевих облігацій, можна поділити на дві великі групи.

– Перша, це країни, де існують нормативно-правові акти щодо банкрутства органів місцевого самоврядування. Наприклад, у США процедура банкрутства діє з 1934 року. Регулювання здійснюється шляхом надання фінансової допомоги. Самостійність органів

місцевого самоврядування є непорушною, навіть у випадку отримання тимчасової відстрочки для стабілізації системи місцевих фінансів та фінансового оздоровлення, муніципалітети продовжують здійснювати свої функції та поступово розраховуватись з наявними боргами за муніципальними запозиченнями.

– Друга група – це країни, де невизначеність процедури банкрутства муніципалітетів передбачає наявність жорстких законодавчих

обмежень відносно місцевих запозичень, але посилює роль уряду при забезпеченні платіжної здатності регіону.

У країнах ЄС фінансова допомога органам місцевого самоврядування, які зазнали дефолту, надається із бюджету вищого рівня. Наприклад:

- у Бельгії впроваджено інститут регіональних інспекторів, що здійснює функції нагляду за фінансовими показниками;

- у Франції субсидії надаються виключно на програми капітальних вкладів;

- Німеччині субсидії мають бути повернені протягом двох років муніципалітетами федеральних земель;

- у Болгарії надання субсидій здійснюється при умові зростання місцевих податків та зменшення обсягів послуг, що надаються муніципалітетами.

У Російській Федерації підгрунтям для ведення тимчасової фінансової адміністрації є прострочена фінансова заборгованість за виконанням довгострокових боргових зобов'язань та бюджетних зобов'язань муніципалітетів, яка перевищує 30% обсягу власних доходів бюджетів. Тимчасова фінансова адміністрація виконує функції фінансового органу (здійснює планування, виконання, контроль за цільовим використанням коштів місцевого бюджету) [6].

Подальший розвиток ринку муніципальних облігацій, як важливого сегменту фондового ринку України видається вкрай важливим напрямом реалізації стратегічних завдань соціально-економічного розвитку держави.

По-перше, муніципальні позики є одним з найважливіших інструментів фінансування критичних суспільних потреб, таких, як: розвиток систем електропостачання, водопостачання та каналізації, будівництва житла, розвитку транспортних мереж, будівництва об'єктів освіти, охорони здоров'я тощо. Це сприятиме розвитку інноваційної і інвестиційної діяльності та загальному економічному відродженню на регіональному рівні.

По-друге, емісія муніципальних облігацій може стати важливим напрямком диверсифікації боргових зобов'язань держави, особливо в умовах нестабільної економічної ситуації та негативного сальдо запозичень.

По-третє, збільшення дохідної частини місцевих бюджетів, за рахунок виходу муніципалітетів на зовнішні ринки запозичень, дозволить зменшити надмірну фінансово-економічну залежність місцевих бюджетів від державного, що сприятиме просуванню до норм міжбюджетних відносин, прийнятих у країнах Євросоюзу. Емісія еврооблігацій за останні роки

свідчить про значний інтерес нерезидентів до цього інструменту фондового ринку.

По-четверте, розвиток даного сегменту фондового ринку дозволить вітчизняним фінансовим установам більш ефективно диверсифікувати власні активи, що безумовно, позитивно впливатиме на стабільність фінансової системи України в цілому.

Слід наголосити, що даний вид фінансових запозичень має суттєві переваги для органів місцевої влади порівняно з іншими через те, що:

- облігації мають меншу вартість запозичення у порівнянні з кредитами. Середня дохідність муніципальних облігацій коливається на рівні 10-12%;

- конкуренція на регіональному рівні між інвесторами сприяє зниженню відсоткових ставок;

- випуск муніципальних облігацій не потребує надання застави кредиторам;

- на відміну від векселя, випуск облігації місцевої позики, дає можливість уникнути негативного впливу ефекту перерозподілу коштів, в результаті якого муніципалітети (з метою отримання так званих «живих» грошей) змушені продавати векселі із 15-40% дисконтом кінцевим інвесторам, що погашають їх за номіналом негайно, шляхом сплати податків, або пред'являють векселі до погашення за номіналом після закінчення строку обігу;

- завдяки вчасному погашенню облігацій, місто створює позитивний рейтинг кредитоспроможності, як на регіональному так і на державному рівні, що сприяє успішній емісії в наступні роки;

- присутній позитивний соціальний ефект, оскільки сприяє прозорості процесів управління містом та підвищенню загальної довіри до органів влади в регіонах.

Висновки. Подальше становлення та розвиток ринку муніципальних цінних паперів в Україні потребує здійснення загальносистемних заходів державної політики, щодо подолання наслідків світової фінансової кризи, стабілізації макроекономічної ситуації в країні. З метою розвитку ринку муніципальних цінних паперів та підвищення їх ліквідності у майбутньому органи місцевого самоврядування повинні покращити прозорість фінансових операцій і таким чином підвищити попит на муніципальні цінні папери шляхом стимулювання потенційних інвесторів (банки, домогосподарства, пенсійні фонди, страхові попит на інші). В Україні існує значна частина заощаджень населення, не конвертована в інвестиції. За оцінками експертів, у населення України «на руках» знаходиться від 40 до 60 млрд

дол. США. Без повернення довіри населення до фінансових установ багатомільярдні приватні ресурси не повернуться у вітчизняні банки, а отже, не буде створено попит на муніципальні цінні папери.

Інструментом збільшення привабливості муніципальних облігацій та заохочення інвесторів може стати впровадження пільг власникам даних цінних паперів у сплаті податків, які надходять до місцевих бюджетів. Чинна система оподаткування ніяк не стимулює інвестора, оскільки дохід отриманий фізичною особою за даним фінансовим інструментом оподатковується.

Заслугове на увагу вирішення проблеми зменшення ризиків невиконання власних боргових зобов'язань органами місцевого самоврядування. Дану проблему можна вирішити шляхом формування кредитної культури органів місцевої влади та відповідного закріплення у нормативно-правових актах процедури банкрутства органів місцевого самоврядування. Необхідно знаходити нові механізми гарантування прав кредиторів, оскільки здійснити стягнення на рухоме чи нерухоме комунальне майно приватним інвесторам на сьогодні дуже складно.

Розвиток ринку муніципальних цінних паперів значною мірою залежить від професіоналізму емітентів. Підвищення рівня муніципального фінансового менеджменту є нагальною

проблемою сьогодення. Почастішали випадки неможливості випуску та вчасного розрахунку за муніципальними облігаціями через елементарний брак знань у сфері фінансового менеджменту. Так, майже з 99 тис. посадових осіб лише 64,7% мають повну вищу освіту. Потребу в професійному навчанні зумовлює і той факт, що близько 40% сільських, селищних та міських голів, 40-60% депутатів місцевих рад обираються вперше, що свідчить про відсутність у них відповідного досвіду [7].

Подальше становлення та розвиток ринку муніципальних цінних паперів в Україні не можливий без вивчення та узагальнення світового досвіду використання даного фінансового інструменту та забезпечення вільного доступу до інформації щодо діяльності емітентів муніципальних запозичень.

Таким чином, слід зазначити, що ринок муніципальних цінних паперів є органічною складовою фондового ринку України, який зможе забезпечити соціально-економічний розвиток регіонів і сприяти розвитку міжбюджетних відносин у державі. На нашу думку, вирішення вищезазначених проблем сприятиме розвитку даного сегмента фондового ринку, його ліквідності та підвищить довіру інвесторів до даного фінансового інструменту.

Список використаних джерел:

1. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок», 2010 №2393-VI [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.rada.gov.ua
2. Мендрул О. Г., Фондовий ринок: операції з цінними паперами : навч. посіб / О. Г. Мендрул, І. А. Павленко. — Вид. 2-ге, доп. та перероб. — К. : КНЕУ, 2000. — 156 с.
3. Рішення НКЦПФР «Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик» від 07.10.2003 р. №414 // Офіційний вісник України. — 2009. — №15. — С. 65.
4. Бюджетний кодекс України [Електронний ресурс]. — Режим доступу : www.rada.gov.ua
5. Офіційний сайт Національної комісії з

цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/>

6. Офіційний сайт рейтингового агентства «Кредит-рейтинг» [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.credit-rating.com.ua>

7. Розпорядження КМУ «Про схвалення концепції формування системи підвищення кваліфікації посадових осіб місцевого самоврядування та депутатів місцевих рад» від 08.04. 2009 року №385 // Офіційний вісник України. — 2009. — №28. — С. 37.

8. Офіційний сайт Національного рейтингового агентства «Рюрік» [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://rurik.com.ua/>