

ПЕРЕДУМОВИ ТА ПЕСТЕКТИВИ РОЗВИТКУ РИНКУ МІСЦЕВИХ  
ЗАПОЗИЧЕНЬ В УКРАЇНІ

Чортківський інститут  
підприємництва і бізнесу  
Тернопільського національного  
економічного університету,  
Міністерство освіти і науки України,  
48500, м. Чортків,  
вул. С.Бандери, 46,  
тел.: 20849, факс: 20849  
e-mail: mazomo@rambler.ru

**Анотація.** У статті розкрито теоретико-практичні аспекти формування механізму функціонування стратегії регіонального розвитку в контексті місцевих запозичень.

**Ключові слова:** місцеві запозичення, облигації місцевої позики, органи місцевого самоврядування, місцеві гарантії, андеррайтинг, місцевий борг.

**Annotation.** In the article the practical aspects of forming of mechanism of functioning of strategy of regional development are exposed in the context of the local borrowings.

**Key words:** local borrowings, bonds of local loan, organs of local self-government, local guarantees, anderraying, local debt.

**Вступ.** Ринок місцевих запозичень у багатьох країнах з розвинутою ринковою економікою давно перетворився на вельми істотний сектор національного ринку капіталів, причому боргові зобов'язання деяких муніципалітетів також котируються на міжнародному фондовому ринку. Проекти, які реалізуються за рахунок залучених у такий спосіб коштів, позитивно впливають на місцеві громади, створюючи нові робочі

*Кульчицька Н.Є.* Передумови та перспективи розвитку ринку місцевих запозичень в Україні місця, розвиваючи інфраструктуру, без якої неможливий розвиток конкурентно підприємницького середовища та підвищення соціальних стандартів.

Окремими аспектами розвитку місцевих запозичень займаються вчені: С.Буковинський, І.Бурковський, М.Бурмака, С.Верфолемєєв, П.Гайдуцький, В.Геєць, О.Киріленко, Т.Ковальчук, В.Кравченко, І.Луніна, І.Чугунок. Свій внесок у розробку цих питань вніс О.Василик. Цікавими є розробки групи вчених Російської Федерації, зокрема, Н.Алексєєва, В.Барінова, К.Безсмертної, Т.Бондара, І.Костикова, А.Марченко, Є.Намсєєвої, С.Філя, Є.Чеканової, А.Шадріна. Значні проблеми досліджувалися вченими США, Франції, Великобританії, Німеччини та інших країн, зокрема, С.Фредеріком, Франком С.Фатоці, Роджером Лерой Мінгером, Ван Хаузом, Лоренсом Дж.Гітманом, Майклом Д.Джеком, Чарльзом Дж.Вулфелом, Кідуеллом, Річердом Л.Петерсеном, Резенбергом, Ж.Матуком, Р.Страйком, Б.Баталером, Дж.Фрідманом, С.Хадсоном-Вільсоном, Т.Стейметсом, Ф.Уіттом, І.Бернардом, Ж-К.Коллі.

**Постановка завдання.** У статті проаналізовано певні напрями розвитку ринку муніципальних запозичень і накреслено основні підвалини щодо побудови ефективного механізму із залучення ресурсів органами місцевого самоврядування.

**Результати.** З початку 90-х років спроможність муніципалітетів надавати ефективні та якісні послуги, а також здійснювати інвестиції в основні виробничі фонди знижувалася швидкими темпами. Відсутність інвестицій у нагально необхідні інфраструктури та муніципальні послуги обмежувала економічне зростання й призводила до

зниження життєвого рівня та погіршення соціальних умов населення. Важливо було надати підтримку на місцевому рівні для відновлення інфраструктури й послуг.

Тому негайно потрібно реалізувати механізм ефективного розвитку територій у контексті місцевих позик, що надасть органам місцевого самоврядування можливість упроваджувати суспільно необхідні проекти, які вимагають значного фінансування, доступ до якого сьогодні обмежений для багатьох міст. Такі інвестиції сприятимуть удосконаленню місцевої інфраструктури, поліпшенню якості й розширенню асортименту послуг, що надаються населенню, і, зрештою, економічному зростанню на місцевому рівні. До того ж передбачена проектом система фінансування дозволить органам місцевого самоврядування відповідної територіальної громади швидко й ефективно визначати пріоритетні інвестиційні проекти та джерела й умови їх фінансування. Проект підтримуватиме відповідальне та раціональне витрачання кредитних коштів, отриманих під реалізацію кожного муніципального проекту, спрямованого на поліпшення добробуту всієї громади. Підвищення ефективності управління міжбюджетними відносинами також піде на користь усій державі, оскільки економічне зростання й макроекономічна стабільність визначаються якістю фіскального управління. Ще одна важлива мета проекту – продемонструвати фінансовим установам життєздатність комерційного кредитування органів місцевого самоврядування й сприяти розвитку ринку місцевих запозичень.

Розвиток ринку муніципальних запозичень потребує певних умов, серед яких слід назвати:

- макроекономічні (ринок муніципальних запозичень є складовою частиною національного ринку капіталів, його стан і розвиток багато в чому визначаються макроекономічною, фіскальною та грошово-кредитною політикою. Очевидно, що муніципальні облігації, які є, як правило, інструментами з фіксованою доходністю, можуть бути привабливими для потенційних покупців лише за умови низьких рівнів інфляції);
- інституційні та регулятивні (розвиток ринку муніципальних запозичень потребує певної інституційно-правової системи, тобто місцева влада повинна мати певний інституційний потенціал організації та обслуговування місцевих позик);
- кредитні (кредитний рейтинг є фактично показником рівня довіри до місцевих органів влади; його отримання від відповідної агенції може стати істотним чинником здійснення місцевого запозичення);
- гарантійні (гарантії надаються інвесторам з боку місцевих органів влади й мають бути інструментом підвищення привабливості такої форми вкладання коштів для інвестора та зменшення вартості запозичень);
- фінансові (можливість використання місцевими органами влади різних фінансових інструментів і створення відповідних фінансових інститутів, у тому числі муніципальних фондів розвитку, муніципальних банків).

Вищенаведені умови сприятимуть прискоренню соціально-економічного розвитку певного регіону, його реструктуризації, реформуванню відносин власності, підвищенню самостійності в керуванні місцевим виробництвом та обмеженню монополізму на місцевих ринках.

Досвід розвинених країн свідчить, що місцеві органи влади не можуть нормально функціонувати, не випускаючи муніципальні облігаційні позики. Місцеві облігації є одним із головних інструментів, який дає можливість забезпечити грошовими коштами спорудження та утримання ряду об'єктів, функціонування яких має важливе значення для даної місцевості, наприклад, шкіл, парків, університетів, лікарень, місцевих електростанцій тощо, а також для фінансування різного роду місцевих проектів будівництва мостів, підприємств з переробки відходів, очисних споруд, насосних станцій, системи водозабезпечення та інших.

Можливість одержати значні додаткові фінансові ресурси для розвитку інфраструктури міст через випуск облігацій зумовлює високі темпи розвитку ринку місцевих цінних паперів, що приводить до поліпшення інвестиційного клімату регіонів для внутрішніх і зовнішніх інвесторів. Крім того, до позитивних рис облігаційного місцевого запозичення можна віднести:

- зниження вартості облігацій місцевих позик;
- відсутність негативних перерозподільних ефектів;
- фінансування виробничих проектів;
- сприяння міжрегіональному руху капіталів;
- сприяння трансформації заощаджень населення в інвестиції.

Однак при наявності недосконалого законодавства та відсутності чіткої системи відповідальності органів місцевого самоврядування за формування та використання доходної частини місцевих бюджетів збільшення розмірів місцевого боргу може призвести до ряду негативних економічних наслідків, а саме:

- втягування місцевих бюджетів у стан перманентної заборгованості внаслідок не ефективного використання залучених ресурсів і високої вартості запозичень;
- зростання соціальної напруги в регіонах через недостатнє фінансування базових соціальних потреб місцевих мешканців;
- ризик перекладання відповідальності за зобов'язаннями місцевих бюджетів на державний бюджет;
- погіршення інвестиційного клімату в країні та скорочення темпів приватного інвестування;
- у випадку невиконання зобов'язань за зовнішніми місцевими запозиченнями виникає загроза зниження міжнародної довіри до України та погіршення її кредитного рейтингу.

На даному етапі розвитку нашої держави існує низка чинників, що перешкоджають успішному функціонуванню вітчизняної системи місцевих запозичень. До них належать:

- 1) недостатньо розвинуті ринок місцевих запозичень і фінансовий ринок у цілому;
- 2) недосконала нормативно-правова база системи місцевих запозичень;

*Кульчицька Н.С.* Передумови та перспективи розвитку ринку місцевих запозичень в Україні

- 3) недостатність засобів для здійснення державою контролю за станом місцевого боргу та неповна прозорість операцій із місцевими запозиченнями й гарантіями не дають змоги потенційним кредиторам ознайомитися з фінансовим станом відповідного органу місцевої влади;
- 4) касовий метод бюджетного обліку, що діє в Україні, не дає можливості отримувати повну й об'єктивну інформацію про фінансово-економічний стан позичальників;
- 5) дещо негативний вплив місцевих облігацій на загальну фінансову ситуацію в регіоні та в країні в цілому;
- 6) недовіра українського населення до будь-яких цінних паперів, що випускають органи влади. Найбільш популярним об'єктом приватних інвестицій досі залишається вільноконвертована валюта, лише невелика частина заощаджень населення надходить на фінансовий ринок.

За умов комплексного вирішення всіх вищезгаданих проблем з'явиться можливість істотного поліпшення ситуації з місцевими запозиченнями в Україні.

Розвиток інституту місцевих позик у нашій державі неможливий без ефективного формування системи місцевих фінансів, здатного перетворити територіальні громади з дотаційних на суб'єкти, які самостійно, за рахунок власних доходів спроможні розв'язувати будь-які соціально-економічні проблеми. Для цього необхідно збільшити частку

власних надходжень у структурі місцевих бюджетів, розширити перелік місцевих податків і зборів, передати органам самоврядування ті інструменти, які фактично є місцевими (плата за землю, податок з власників транспортних засобів), а також ті фіскальні інструменти, які традиційно зараховуються в місцеві бюджети (податок з доходів фізичних осіб).

Окрім удосконалення системи місцевих фінансів, розвиток місцевих запозичень в Україні потребує вдосконалення фінансового ринку. Найбільш важливе завдання формування ринку облігацій місцевих позик нині полягає в створенні ліквідного ринкового інструменту, що має привабливі ринкові характеристики і в той самий час є ефективним інструментом залучення фінансових ресурсів у бюджет територіальної одиниці.

Для успішного функціонування ринку місцевих позик необхідна наявність добре розвинутої ринкової інфраструктури, насамперед незалежних рейтингових агентств і консалтингових фірм.

Важливою проблемою є подальше формування й розвиток оціночно-інформаційної системи ринку облігаційних позик, визнаною формою якої є рейтингова оцінка місцевих цінних паперів.

Залучення приватних коштів має будуватися на принципах економічної ефективності, а не соціальної доцільності. Зокрема, чинне бюджетне законодавство закріплює право на здійснення запозичень місцевими органами влади. Водночас Бюджетний кодекс України містить ряд обмежень на здійснення таких запозичень. Так, згідно зі ст. 16 БКУ виключно Верховна Рада Автономної Республіки Крим і міські ради мають право здійснювати внутрішні запозичення.

Бюджетне законодавство також чітко встановлює принцип персональної відповідальності за зобов'язаннями до місцевих бюджетів і закріплює, що держава не несе відповідальності за зобов'язаннями за запозиченнями до місцевих бюджетів.

Порядок здійснення запозичень до місцевих бюджетів установлює Кабінет Міністрів України відповідно до умов, визначених Бюджетним кодексом. У межах поставлених Бюджетним кодексом завдань Кабінет Міністрів України регламентував порядок здійснення запозичень до місцевих бюджетів, і муніципалітети офіційно дістали можливість проводити місцеві позики. Уряд України 24 лютого 2003 р. затвердив постанову “Про затвердження Порядку здійснення запозичень до місцевих бюджетів” № 207.

Завдяки цій постанові органи місцевої влади можуть “цивілізовано вирішувати багато проблем і не вимагати гроші у підприємців”. Більше того, у них з'явилася можливість стати більш незалежними від центральної влади. Центральний бюджет безпосередньо пов'язаний майже із 700 місцевими бюджетами. Кожний з них тепер може виходити на ринок капіталу самостійно. Водночас, як уже зазначалося, Бюджетний кодекс установлює обмеження щодо здійснення зовнішніх і внутрішніх запозичень.

Позитивним кроком дозволу здійснювати місцеві запозичення є також створення додаткових сприятливих умов для розвитку підприємництва. Зокрема, для підприємницьких структур створюється можливість заробити, оскільки для проведення запозичень (залежно від виду) необхідні: лід-менеджер-банк, який організує видачу кредиту або проводить підготовчу роботу з метою випуску облігацій місцевої позики; юридичний радник, який зробить безпечним становище позичальника від виникнення юридичних неузгодженостей і помилок при підготовці запозичень; рейтингова агенція, яка надасть позичальникові свій висновок про його кредитоспроможність, що може істотно вплинути на кінцеву вартість запозичення; кредитори.

Згідно з постановою Кабміну від 24 лютого 2003 р. № 207 “Про затвердження Порядку здійснення запозичень до місцевих бюджетів” запроваджено ще два обмеження. Для здійснення запозичень потрібен висновок Міністерства фінансів щодо відповідності такого запозичення вимогам бюджетного законодавства. Для узгодження порядку

місцевого запозичення, згідно із цією постановою, міська рада повинна направити до Мінфіну такі документи: проект рішення про здійснення запозичення; обґрунтування відповідності запозичення вимогам, установленим бюджетним законодавством щодо здатності виконати свої боргові зобов'язання; копії звіту про виконання відповідного місцевого бюджету за рік, що передує рокові, у якому ухвалено рішення про здійснення запозичення; інформацію про поточний стан виконання зобов'язань стосовно погашення місцевого боргу, а також про стан розрахунків за місцевим боргом за попередні 5 років; обґрунтування доходів бюджету розвитку спеціального фонду місцевого бюджету, які будуть спрямовані на погашення основної суми боргу протягом усього періоду його погашення; висновок рейтингового агентства щодо здатності міської ради вчасно й у повному обсязі здійснювати розрахунки за борговими зобов'язаннями.

Якщо здійснюється зовнішнє запозичення, необхідна довідка Держкомстату про чисельність населення міста, а також орган місцевого самоврядування повинен мати кредитний рейтинг рейтингової агенції. Такою вважається юридична особа (резидент або нерезидент), яка спеціалізується на наданні послуг визначення кредитного рейтингу й інформаційно-аналітичних послуг, пов'язаних із забезпеченням діяльності з визначення кредитних рейтингів. Агенція повинна мати розроблену шкалу, яка забезпечує однозначне тлумачення рейтингу; методологію визначення кредитного рейтингу, інформаційну інфраструктуру, достатню для ефективного збирання, обробки й аналізу даних; способи поширення інформації, достатні для належного оприлюднення певного кредитного рейтингу; проводити моніторинг подій, які можуть змінити кредитний рейтинг будь-якого об'єкта. Відповідність юридичної особи цим ознакам має бути підтверджена експертним висновком Світового банку, Міжнародного валютного фонду або Європейського банку реконструкції та розвитку. У проекті рішення про випуск позики емітент повинен зазначити всі її параметри й мету залучення коштів.

Успішність залучення додаткових фінансових ресурсів через облігаційні позики серед інших причин залежить від стану розвитку ринку муніципальних запозичень. Згідно із чинним законодавством роль органів місцевої влади в механізмі розміщення місцевих облігацій полягає у виконанні таких функцій:

- міська рада повинна прийняти рішення про випуск муніципальних цінних паперів;
- Кульчицька Н.С. Передумови та перспективи розвитку ринку місцевих запозичень в Україні*
- емітент визначає розмір позики та вид цінних паперів, строки випуску й погашення;
  - за емітентом закріплюється відповідальність за облігаційну позику; емітент зобов'язаний провести реєстрацію емітованих цінних паперів у Державній комісії із цінних паперів і фондового ринку (ДКЦПФР);
  - емітент укладає угоди: з комерційним банком на депозитарне обслуговування, з компанією-реєстратором щодо реєстрації укладених угод;
  - емітент може (повинен) подати документи на фондову біржу для включення своїх цінних паперів у біржовий рейтинг та укласти угоду з фондовою біржею на реалізацію своїх паперів через посередників біржі для їх реалізації через торговий зал біржі й визначення реального курсу.

Сучасний розвиток муніципальних запозичень стримується недостатньо розвинутим фондовим ринком, слабкою інфраструктурою та відсутністю достатньої кількості фахівців. Для уникнення проблем розміщення місцевого запозичення органи місцевого самоврядування повинні ґрунтовно вивчати не тільки мету позики, перспективні напрями витрачання залучених ресурсів, але здійснювати дослідження груп потенційних інвесторів та особливості їх мотивації. Високий ризик роботи емітентів муніципальних позик на фондовому ринку може бути зменшений стратегією розміщення та управління запозиченнями, що будується на засадах системності.

Однією з важливих умов соціально-економічного розвитку адміністративно-територіальних одиниць є їх надійне та стабільне фінансове забезпечення. Проте останніми роками особливо актуальною стала проблема нестачі фінансових ресурсів органів місцевого самоврядування та нестабільність їхніх доходних джерел. За таких умов вагомим чинником стабілізації економічної ситуації в регіонах має стати ефективне залучення додаткових грошових коштів шляхом випуску та розміщення боргових зобов'язань.

Процес визначення джерел формування фінансових ресурсів кожного регіону є чи не найскладнішим об'єктом управління з позиції як загальнодержавної, так і регіональної політики. Зважаючи на ситуацію, яка склалася сьогодні, місцевим органам влади значно бракує фінансових ресурсів для виконання покладених на них функцій. Потреба в додаткових джерелах фінансових ресурсів примушує органи місцевого самоврядування використовувати зовнішні джерела фінансування, випускати позики, брати кредити та шукати нові джерела, нетрадиційні форми залучення фінансових ресурсів. Проте якщо розглянути з іншого боку наявність дефіциту фінансових ресурсів, то слід відзначити, що саме по собі це явище не є негативним чинником. Його можна розглядати з позиції спроможності джерел покриття дефіциту. Так, наприклад, якщо припустити, що певна адміністративно-територіальна одиниця може профінансувати дефіцит фінансових ресурсів за рахунок ресурсозабезпечених позик, які не вимагають застосування систематичного рефінансування, то дефіцит у такому випадку буде не лише допустимим, але й необхідним засобом, за допомогою якого відбуватиметься стимулювання регіонального розвитку. При цьому треба відмітити, що найефективнішим засобом управління збалансованості бюджету адміністративної одиниці можуть стати місцеві позики, при яких погашення здійснюватиметься за рахунок доходів, одержаних від проведення конкретного заходу, що і є об'єктом капітального фінансування.

Динаміка зовнішніх позик у цілому характеризується стабільністю. Здійснення зовнішніх запозичень в Україні зумовлене великими потребами міст у фінансових ресурсах. У сфері зовнішніх запозичень одним з основних джерел, за рахунок яких може відбуватися формування фінансових ресурсів на місцевому рівні, є місцеві позики.

Місцеві позики є нетрадиційним джерелом залучення фінансових ресурсів у місцевий бюджет для зміцнення фінансової самостійності місцевого самоврядування та прогресивним механізмом інвестиційної й грошово-кредитної політики в руках держави. Використовуючи такий механізм, державні органи можуть впливати на регіональну політику шляхом мобілізації заощаджень і накопичень суб'єктів господарювання, головна мета яких реалізація соціально-інвестиційних програм на місцевому рівні.

Згідно зі світовою практикою до муніципальних позик слід віднести боргові цінні папери, термін обігу яких більше одного року. Результатом розвитку муніципальних позик у зарубіжних країнах є посилення ролі місцевих органів влади у сфері позикових відносин не як безпосередніх учасників, а як гарантів реалізації регіональних проектів. Муніципальні позики є формою внутрішнього державного кредиту. Вони можуть виступати в трьох основних формах: банківський кредит; вексельна позика; облігаційна позика.

Дохід з облігаційних позик регіональних і місцевих органів влади в країнах з розвиненою ринковою економікою може виплачуватися в різноманітних формах: грошовій, натуральній чи у вигляді розіграшу призів.

У країнах Європейського Союзу позикова діяльність органів місцевого самоврядування здійснюється між контролем органів державної влади, але з різним ступенем підконтрольності. В основному це відображається в праві випуску муніципальних облігацій.

Нині в Україні місцеві позики широко не використовуються органами місцевого самоврядування, однак у майбутньому можуть стати важливим джерелом, за рахунок якого відбувається поповнення фінансовими ресурсами дохідної частини місцевих бюджетів.

Розвиток ринку місцевих облігацій знаходиться на етапі відродження, адже негативний досвід випуску попередніх років і ще недостатньо сформована нормативно-правова база практично призвели до того, що за минулі роки в Україні не зареєстровано жодного випуску місцевих облігацій.

До основних причин, що негативно вплинули на розвиток муніципальних облігаційних позик, можна також віднести:

- невідпрацьованість схем облігаційних позик у зв'язку з відсутністю досвіду, чіткості в інвестиційних планах емітентів і через неправильну оцінку поточної ситуації в регіоні;
- непередбачуваність (нестабільність) економічної та політичної ситуації в країні (загальний фактор системного ризику для емітента й інвесторів), основних макроекономічних показників і фінансових індикаторів;
- нерозвиненість інфраструктури й регіональних фондових ринків і, як наслідок, великі трансакційні витрати;
- відсутність механізму захисту прав кредиторів з контролю за цільовим використанням позикових коштів, управління коштами резервних фондів позик, що веде до їх неефективного та/або неправомірного використання;
- відсутність розвинутої системи моніторингу реалізації інвестиційних проектів та оцінки величини кредитних ризиків за ними;
- низьку ліквідність системи гарантій, що надаються органами місцевого самоврядування за своїми позиками, відсутність інституту андеррайтингу;
- невиконання судових рішень з виплати боргів емітентів інвесторам;
- незначний інвестиційний потенціал основної маси населення, відсутність довіри населення до інструментів ринку цінних паперів і нестачу оборотного капіталу в юридичних осіб;
- низьку ліквідність облігацій органів місцевого самоврядування;
- обмеженість розміщення облігаційної позики територією регіону, складність із ви-

*Кульчицька Н.С.* Передумови та перспективи розвитку ринку місцевих запозичень в Україні

ходом на зовнішні фінансові ринки та із залученням коштів інвесторів-нерезидентів;

- низький рівень організації рекламної кампанії, невиправдано висока вартість реклами;
- відсутність в емітента практичного досвіду випуску цінних паперів (наприклад, невміння правильно виділити сегменти ринку, де буде розміщуватися випуск облігацій, і категорії інвесторів, для яких призначений випуск, невідпрацьовану систему андеррайтингу);
- відсутність методичних матеріалів з організації емісії облігацій;
- відсутність нормативних актів питань регулювання випуску паперів органами місцевого самоврядування, стандартів підготовки та реєстрації проспектів емісії, стандартів розкриття інформації про цільове використання залучених коштів;
- недосконалість проспектів емісії облігацій і, як наслідок цього, необґрунтованість бізнес-планів, відповідність часу, на який емітовано облігації, і строку окупності проектів, непродуманість механізму використання коштів, залучених у результаті розміщення облігаційних позик.

Проте вирішивши ці проблеми й підвищивши зацікавленість місцевої влади та громадськості до питання випуску облігацій, можливо використати потенціал регіону

для фінансування надзвичайно важливих проектів. Регіони з високою й середньою інвестиційною привабливістю можуть і повинні самі себе “витягти” з інвестиційного провалу.

У цих регіонах є об’єктивні умови для залучення капіталу з гарними перспективами його ефективного застосування. Для реалізації цих можливостей необхідне найшвидше та всебічне законодавче забезпечення функціонування фінансового облігаційного ринку поряд, звичайно, з такими загальноукраїнськими умовами, як підтримка низького рівня інфляції й забезпечення політичної стабільності в країні. Потрібна активна державна політика з податкового та іншого стимулювання інвестиційної діяльності, у тому числі й особливо з боку регіональних органів державної влади, можливості якої в цьому відношенні недооцінюються й використовуються недостатньо.

Для підвищення ефективності подальшого використання таких позик велике значення мають:

- 1) наявність комплексної стратегії розвитку регіону на тривалий період і визначення надійних засобів гарантії за зобов’язаннями;
- 2) забезпечення прозорості й ефективності управління боргом;
- 3) отримання кредитного рейтингу;
- 4) наявність перспективних інвестиційних проектів.

При цьому механізм місцевих запозичень повинен бути скорегований у світлі таких заходів:

- запровадження дострокового викупу та погашення облігацій на вторинному ринку;
- розробка ефективних механізмів управління грошовими потоками інвесторів залежно від ситуації, що склалася на фінансових ринках;
- поступова зміна структури облігаційних позик на користь довгострокових облігацій, що має знизити навантаження на поточні бюджетні витрати; для того щоб облігації муніципальної позики стали справжніми каталізаторами інвестиційної активності та фактором промислового піднесення регіонів, а не тільки виконували роль джерела фінансування поточних невиробничих витрат місцевих бюджетів, необхідно законодавчо встановити такі умови, при яких би збільшувалися обсяги довгострокових облігаційних позик;
- зниження прибутковості за облігаціями до рівня невеликого перевищення темпів інфляції, що повинно компенсуватися надійністю місцевих облігацій, які є одним з видів державних цінних паперів;
- забезпечення інформаційної відкритості ринку муніципальних цінних паперів;
- створення регіональних комерційних банків і їхнє залучення в місцеві інвестиційні проекти до здійснення андеррайтингу за облігаціями місцевих позик, крім того, доцільним було б створення спеціалізованого банку економічного розвитку регіону, діяльність якого мала б спрямування на підтримку регіональних інвестиційних проектів і сприяння випуску муніципальних облігацій.

**Висновки.** Отже, комплексна реалізація системи розглянутих заходів може сприяти формуванню належних умов щодо ефективного залучення грошових ресурсів до місцевого сектора й використанню місцевими органами облігацій як повноцінного інструмента економічного регулювання сприяння розвитку регіону.

Дуже важливо, щоб емітент здійснював випуск облігацій у рамках відповідного правового поля й інвестори мали надійні гарантії погашення, а держава законодавчо регулювала випуск облігацій і даний сегмент фондового ринку успішно розвивався, адже “ці фінансові інструменти роблять ринок цивілізованішим”.

1. Кравченко В. І. Фінанси місцевих органів влади : монографія / В. І. Кравченко; Нац. ін.-т стратегічних досліджень. – К. : 1996. – 106 с.
2. Кравченко В. І. Фінанси місцевих органів влади України: основні поняття і терміни / В. І. Кравченко // Зб. наук. праць НДФІ при Міністерстві фінансів України. – К., 1996. – Вип. 2. – 60 с.
3. Кравченко В. І. Фінанси місцевих органів влади України: основи теорії та практики / В. І. Кравченко; НДФІ при Міністерстві фінансів України. – К., 1997. – 276 с.
4. Місцеві бюджети, податки і збори : закон, практика, проблеми. – К. : Парламентське вид-во, 2000. – 232 с.
5. Муниципальное право : учебное пособие / [под. ред. А. Н. Коваленко]. – М. : Новый юрист, 1997. – 432 с.
6. Муниципальный менеджмент : учебное пособие / [под ред. Т. Т. Морозовой]. – М. : ЮНИТИ, 1997. – 263 с.

**Рецензенти:**

Ткачук І.Г. – доктор економічних наук, професор, зав. кафедри фінансів Прикарпатського національного університету імені Василя Стефаника;

Бидик А.Г. – кандидат економічних наук, доцент кафедри економічних наук Чортківського інституту підприємництва і бізнесу Тернопільського національного університету.