

Глущенко С. В.

МУНІЦИПАЛЬНІ ПОЗИКИ ЯК ІНСТРУМЕНТ ФІНАНСУВАННЯ РОЗВИТКУ МІСТ І РЕГІОНІВ

Статтю присвячено дослідженню ринку муніципальних облігацій. Здійснено порівняльний аналіз ринків облігаційних позику різних країнах та напрямів використання коштів, отриманих від емісій муніципальних облігацій. Обґрунтовано доцільність використання такого кредитного інструменту, як місцеві позики, для фінансування розвитку міст і регіонів.

Сучасний розвиток економіки України актуалізує питання посилення ролі місцевих органів влади та зміцнення їх фінансового забезпечення для розвитку територій, відтворення інфраструктури регіонів та міст. Водночас у вітчизняній практиці спостерігається скорочення бюджетних доходів на регіональному і місцевому рівнях, яке зумовлює скорочення інвестиційних витрат (або повну відмову від них) на користь поточних витрат.

Подолати проблему зростання поточних витрат за відсутності інвестицій і проблему відсутності інвестицій, зважаючи на постійне зростання поточних витрат, можливо тільки, поставивши у відповідність інвестиційні витрати та доходи. Одним зі способів вирішення цього питання є використання регіональних та муніципальних облігаційних запозичень.

Муніципальні облігаційні позики - традиційний і поширений у світі інструмент для фінансування інвестиційних програм регіональних і місцевих органів влади. Найбільше поширення вони отримали у федеральних державах з високим ступенем економічної самостійності регіонів. Лідером з обороту ринку муніципальних облігацій є США. Значна частка припадає на євро-

пейські країни. Також облігаційні запозичення місцевих органів влади набули розвитку в Азії та на фондових ринках країн, що розвиваються, в Латинській Америці.

Починаючи з 2003 р. муніципальні облігації як інструмент для отримання кредитних ресурсів почали використовувати і українські міста. В 2003 р. у м. Києві було випущено 5-річну фідучіарну позику на суму 150 млн дол. з дохідністю 8,75 % і датою погашення 08.08.2008 р. Німецький Dresdner Bank AG виступив емітентом облігацій, надходження від продажу яких у розмірі 150 млн дол. було передано м. Києву у формі банківської позики. Гарантії платежів за облігаціями при цьому покладено не на банк, вони повністю залежать від можливостей м. Києва з обслуговування боргу. У 2003 р. Київ провів внутрішнє облігаційне запозичення обсягом в 150 млн грн [13].

Крім Києва, облігаційні запозичення здійснено в м. Запоріжжі. У 2004 р. у місті було активізовано продаж муніципальних облігацій на 25 млн грн з терміном обігу до 28.12.2006 р., номіналом однієї облігації - 1 тис. грн, дохідністю 15,35 % річних (дохід виплачується один раз на півроку). Кошти заплановано направити на

фінансування проектів капітального будівництва та розвитку інфраструктури міста. У 2005 р. планується також випуск муніципальних облігацій містами Харків і Донецьк.

Активізації процесу муніципальних запозичень сприяло законодавче врегулювання питань емісії та обігу муніципальних облігацій. Зокрема, розроблений Порядок здійснення запозичень до місцевих бюджетів [11] та Положення про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик [12]. Але подальший розвиток цього сегмента кредитного ринку в Україні потребує вирішення ряду стратегічних та організаційних завдань.

Зокрема, необхідно визначити: на які напрями розбудови місцевої інфраструктури будуть в першу чергу спрямовуватися кредитні ресурси місцевими владами; хто виступатиме основними покупцями муніципальних облігацій і, відповідно, інвесторами в проекти розвитку міст і регіонів; яка інфраструктура та фінансові інститути необхідні для обігу муніципальних облігацій в країні та поза її межами тощо.

Огляд основних позицій щодо організації ринку муніципальних облігацій в різних країнах дасть змогу виділити орієнтири розвитку цього сегмента кредитного ринку в Україні.

Найбільший розвиток муніципальні облігаційні запозичення отримали в США. Це насамперед пов'язано з історичними особливостями розвитку й устрою країни та з активним фондовим ринком в країні. Муніципальні облігації вважають надійним борговим інструментом, який поступається за якісними характеристиками лише державним цінним паперам.

Емітентами муніципальних облігацій є органи влади суб'єктів федерації, органи місцевого самоврядування, спеціальні округи, об'єднані за цільовим і територіальним призначенням (територіальні округи, шкільні округи). Зокрема, на початок 2004 р. на ринку муніципальних облігацій США діяло більше 51 тис. емітентів.

Основними покупцями муніципальних облігацій і, відповідно, основними інвесторами на ринку муніципальних цінних паперів США є фізичні особи (як безпосередньо, так і через взаємні фонди). Так, наприклад, у 2003 р. їхня частка становила 52 % від усього обсягу емітованих облігацій на суму 972 млрд дол. Крім фізичних, муніципальні облігації купуються комерційними банками - 7 % від загального обсягу облігацій на суму 133 млрд дол.; банківськими фондами - 5 % на суму 98 млрд дол.; компаніями зі страхування життя - 1 % облігацій на суму 21 млрд дол. та іншими страховими компаніями

- 11 % облігацій на суму 201 млрд дол.; фондами закритого типу - 5 % облігацій на суму 90 млрд дол.; брокерами і дилерами - 1 % облігацій на суму 25 млрд дол.; іншими суб'єктами економіки - 19 % облігацій на суму 353 млрд дол. [1].

Динаміка обсягів і структури первинного ринку муніципальних облігацій США характеризується:

- зростанням обсягів первинного ринку муніципальних облігацій США. Так, протягом 1990-2003 рр. його капіталізація зросла в 1,8 разу: з 1062,1 млрд дол. у 1990 р. до 1900 млрд дол. у 2003 р.;

- скороченням питомої ваги ринку муніципальних облігацій у загальному обсязі капіталізації ринку боргових цінних паперів країни. Зокрема, протягом 1990-2001 рр. частка муніципальних облігацій відносно загального обсягу первинного ринку облігацій країни скоротилася з 16,9 % до 8,6 %, тобто в 1,9 разу [2].

Для США притаманна наявність вторинного ринку муніципальних облігацій, хоча обсяги його незначні. Наприклад, в 2001 р. щоденна купівля-продаж муніципальних облігацій становила 2 % від загального обсягу вторинного ринку і включала в торговий обіг муніципальних облігацій на суму 7,36 млрд дол. - 0,5 % від обсягу емітованих муніципальних цінних паперів [1; 2; 5]. В організаційному плані торгівля муніципальними облігаціями здійснюється через електронні торгові системи організованого позабіржового ринку. В 1997 р. торгівля муніципальними облігаціями велася в 3 електронних торговельних мережах; у 1998 р. - в 10; у 1999 р. - у 18; у 2000 р. - в 31; у 2001 р. - в 11; у 2002 р. - в 24; у 2004 р. - в 23 [3; 4].

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

Наприклад, на потреби освіти в 1994 р. було позичено коштів на суму 21,3 млрд дол., в 1995 р. - на суму 24 млрд дол., в 1996 р. - на суму 26,9 млрд дол. На потреби транспорту в 1994, 1995 і 1996 роках було отримано - 10,8 млрд дол., 11,9 млрд дол. та 9,8 млрд дол. відповідно. На потреби комунального господарства та охорони на-

вколишнього середовища - 10,2 млрд дол., 9,6 млрд дол., 9,8 млрд дол. На потреби соціального забезпечення - 20,3 млрд дол., 19,6 млрд дол. та 24,6 млрд дол. На розвиток промисловості - 8,1 млрд дол., 6,6 млрд дол. та 6,3 млрд дол. [10].

Характерною на сьогодні тенденцією у використанні позичкових ресурсів органами регіональної та місцевої влади США є збільшення обсягів фінансування сфери охорони здоров'я та навчання (будівництво лікарень, навчальних закладів) поряд зі скороченням фінансування промислових проектів. Це, зокрема, зумовлено тим, що важливим стратегічним напрямом розвитку економіки США в цілому встановлено збільшення рівня освіченості нації.

Крім США, муніципальні облігаційні позики використовуються і в країнах Європи. Так, практика муніципальних облігаційних запозичень поширена в Швеції, Норвегії, Швейцарії, Іспанії, Франції, Кіпрі тощо.

У Норвегії протягом 1990-2001 рр. спостерігалось зростання капіталізації первинного ринку муніципальних облігацій в 1,3 разу: з 30,6 млрд норв. крон у 1990 р. до 41,0 млрд норв. крон у 2001 р. Питома вага муніципальних облігацій у загальному обсязі капіталізації ринку боргових цінних паперів країни зростає протягом 1980-1994 рр. в 19,3 разу: з 0,73 % у 1980 р. до 14,1% у 1994 р.; та скоротилася до 9,5 % у 2001 р. [2; 6].

Починаючи з середини 1990-х років спостерігається зростання обсягів ринку муніципальних облігацій у Швеції. Наприклад, протягом 1990-2001 рр. капіталізація ринку муніципальних облігацій зростає в 1,45 разу: з 6,0 млрд швед. крон у 1990 р. до 8,7 млрд швед. крон у 2001 р. При цьому питома вага цих цінних паперів у загальному обсязі ринку облігацій країни залишилася незначною і у цей самий період збільшилася у 1,8 разу: з 0,4 % у 1991 р. до 0,64% у 2001 р. [2; 5].

У 1990-х роках з переходом до ринкової системи господарювання активізувалося формування ринків цінних паперів, у тому числі ринків боргових цінних паперів органів місцевої влади в країнах перехідної економіки Центральної та Східної Європи, зокрема в Чехії, Естонії, Угорщині, Російській Федерації тощо.

У Польщі, станом на 01.10.2004 р., частка ринку муніципальних облігацій становила 11,92 % від обсягів ринку недержавних боргових цінних паперів. При цьому ринок муніципальних облігацій характеризується постійним зростанням обсягів його капіталізації та кількості емісій. Так,

у 1997 р. було здійснено 28 емісій муніципальних облігацій на суму 296,9 млн зл.; в 1998 р. - 40 емісій на суму 526,1 млн зл.; в 1999 р. - 53 емісії на суму 653,6 млн зл.; в 2000 р. - 89 емісій на суму 859,60 млн зл.; в 2001 р. - 149 емісій на суму 1628,60 млн зл.; в 2002 р. - 192 емісії на суму 2218,75 млн зл.; в 2003 р. - 201 емісія на суму 2639,10 млн зл., в 2004 р. (за 9 міс.) - 216 емісій на суму 2827,83 млн зл. [7]. Тобто протягом 1997-2004 рр. капіталізація первинного ринку муніципальних облігацій Польщі зростає в 9,5 разу, а кількість емісій збільшилася в 7,7 разу.

Емітентами муніципальних облігацій у Польщі є органи регіональної та місцевої влади. Основними покупцями муніципальних облігацій та *інвесторами* органів регіональної та місцевої влади - комерційні банки. У їх власності перебуває 82,6 % всіх емітованих облігацій на суму 2005,10 млн зл. Крім комерційних банків, муніципальні облігації купуються іноземними власниками - їх частка становить 6,07 % від загального обсягу облігацій на суму 147,4 млн зл.; фінансовими інститутами - 4,63 % облігацій на суму 112,30 млн зл.; страховими компаніями - 1,3 % облігацій на суму 31,10 млн зл.; корпораціями - 3,5 % облігацій на суму 84,6 млн зл.; пенсійними фондами - 0,07 % облігацій на суму 1,80 млн зл.; іншими суб'єктами економіки - 1,78 % облігацій на суму 43,2 млн зл.

Кошти, отримані від емісій муніципальних облігацій, спрямовуються на фінансування розвитку інфраструктури міст і регіонів. Наприклад, у 2000 р. на фінансування реконструкції водогону було спрямовано 32,1 % від загального обсягу залучених ресурсів, освіти - 11,4 %, каналізації - 10,5 %, міського транспорту - 8,8 %, ремонту доріг - 8,8 %, спортивних об'єктів - 7,9 %, водовідведення - 6,5 %, суспільного будівництва - 5,2 %, придбання матеріалів для систем опалювання - 8,8 %.

Практику муніципальних облігаційних запозичень запроваджено також у містах Болгарії. У 1999 р. у м. Софії здійснено зовнішню емісію муніципальних облігацій на суму 50 млн євро терміном на 3 роки з дохідністю 9,75 % річних. Кошти заплановано направити на фінансування реконструкції доріг, трамвайних колій та інших інфраструктурних проектів. У 1999 р. у м. Шісто-во здійснено емісію муніципальних облігацій на суму 1 млн болг. лев. строком на 7 років з дохідністю 7,46 % річних. Кошти заплановано направити на фінансування реконструкції систем водопостачання. У 2002 р. у м. Варна здійснено емісію муніципальних облігацій на суму 3 млн

євро строком на 3 роки з дохідністю 9 % річних. У 2002 р. містом Слівеном емітовано облігацій на суму 3 млн болг. лев. строком на 4 роки з дохідністю 9 % річних [8; 9].

Слід зауважити, що в цілому ринок муніципальних облігацій країн Європи має ряд загальних характеристик, які відрізняють його від ринку муніципальних облігацій США.

По-перше. Капіталізація ринків муніципальних облігацій у країнах Європи значно менша, ніж капіталізація ринків муніципальних облігацій у США (рис. 1). У європейських країнах більшою

мірою використовують банківські кредити, а практика пільгового оподаткування муніципальних облігацій, яка робить цей сектор привабливим для інвесторів, відсутня.

По-друге. Основними інвесторами на європейських ринках муніципальних облігацій є комерційні банки, а не фізичні особи, як у США.

По-третє. У країнах Європи більш поширеною є практика муніципальних запозичень на зовнішніх ринках, що зумовлено обмеженістю кількості потенційних інвесторів у країні та їх незначною зацікавленістю у придбанні цього

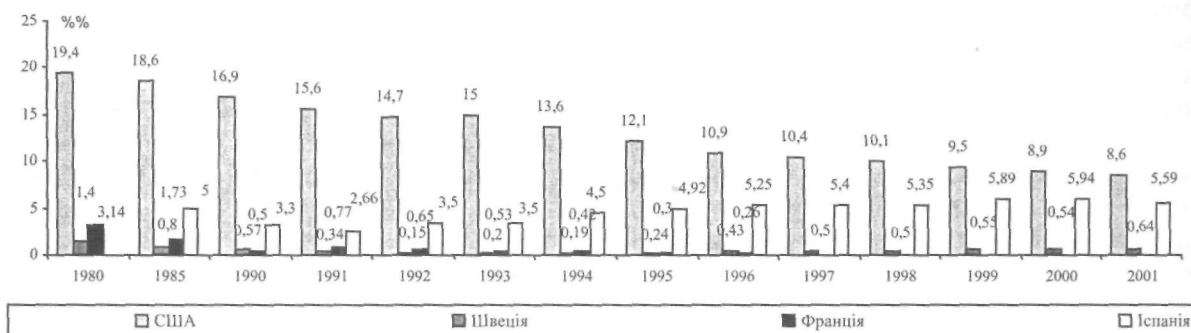


Рис. 1. Динаміка частки капіталізації ринку муніципальних облігацій відносно загальної капіталізації ринку облігацій країн, % [2; 6]

виду фінансового інструменту, в той час як у США муніципальні облігаційні запозичення здійснюються більшою мірою на внутрішньому ринку країни.

По-четверте. У європейських країнах відсутній вторинний ринок муніципальних облігацій. Значна частина емісій викуповується великими інвесторами з метою отримання фіксованого доходу у вигляді відсотків, а не для подальшого перепродажу.

По-п'яте. З середини 1990-х років спостерігається формування ринку муніципальних облігацій в країнах перехідної економіки. Першими емітентами є міста-столиці країн.

Зважаючи на успішне функціонування ринків муніципальних облігацій у різних країнах світу, слід зауважити, що розвиток ринку муніципальних облігацій в Україні є одним із напрямів активізації вітчизняного кредитного ринку.

Важливим чинником розвитку українського ринку муніципальних облігацій є наявність попиту на цей вид фінансових інструментів.

Фізичних осіб на сучасному етапі економічного розвитку України не можна розглядати як основних покупців-інвесторів муніципальних облігацій (практика США) через недовіру населення до цінних паперів у цілому та його недовіру до муніципальних цінних паперів зокрема (дефолт м. Одеси в 1998 р.), а також через обме-

жену фінансову спроможність українських громадян. Крім того, в Україні поки що не існує практика використання цінних паперів як інструменту заощаджень та інструменту отримання додаткових доходів.

Вітчизняні комерційні банки не можна прогнозувати як основних і єдиних покупців-інвесторів муніципальних облігацій (європейська практика) через високу ризикованість цього виду фінансового інструменту (ризик непогашення боргу з боку органів місцевої влади) для банків та викривлення класичного співвідношення ризикованість - прибутковість (високий ризик - невисокий процент).

Фінансові установи та інститути спільного інвестування (пенсійні фонди і страхові компанії) також не можна розглядати як покупців-інвесторів муніципальних облігацій (європейська і американська практика). З одного боку, муніципальні облігації є для них таким самим ризикованим і ненадійним інструментом, як і для комерційних банків; а з іншого боку - фінансові інститути та інститути спільного інвестування в Україні перебувають поки що на початковій стадії формування.

Тому перспективним механізмом залучення фінансових ресурсів через використання муніципальних облігацій може бути вихід українських міст на зарубіжні ринки шляхом випуску

єврооблігацій (досвід дореволюційної Росії) і продаж їх іноземним інвесторам. Залучати кошти на міжнародних кредитних ринках вітчизняні міста можуть також і опосередкованим шляхом - через використання фідучіарних позик (досвід м. Києва). Випуск муніципальних єврооблігацій надасть можливість емітентам залучати кошти поза межами країни за процентними ставками нижчими, ніж на внутрішньому ринку. Але при цьому слід наголосити, що успіх таких запозичень залежатиме, насамперед, не від інвестиційних якостей позичальника, а від

позитивної політичної та економічної оцінки країни в цілому.

Зважаючи на той факт, що Україна - це унітарна держава, ринок муніципальних облігацій не отримає таких масштабів розвитку, як, наприклад, у США або європейських країнах з федеративним устроєм (Росія, ФРН тощо). Але поширення практики використання облігаційних позик органами місцевої влади навіть у незначних мірі та обсягах сприятиме диверсифікації джерел отримання коштів та зростанню фінансових можливостей у розвитку українських міст і регіонів.

1. Christopher M. Ryon. An Overview of the Regulation of the Bond Markets II The Vanguard Group.- 2004.- P. 15.- www.vanguard.com
2. Cesar Molinas, Gioia P. Bales Size & Structure of the World Bond Market: 2002 (Governments, Corporates, Eurobonds, Emerging Markets) II Merrill Lynch & Co. Global Securities Research & Economics Group Fixed Income Strategy.- 2002.- R 84,- www.ml.com
3. eCommerce in the Fixed-Income Markets THE 2000 REVIEW OF ELECTRONIC TRANSACTION SYSTEMS II The Bond Market Association.- 2000.- www.bondmarkets.com
4. eCommerce in the Fixed-Income Markets THE 2003 REVIEW OF ELECTRONIC TRANSACTION SYSTEMS II The Bond Market Association.- 2003.- www.bondmarkets.com
5. Anne-Marie Anderson, Edward A. Dyl Market Structure and Trading Volume II University of Arizona April.- 2004.- www.nyse.com
6. Bond markets and long-term interest rates in EU accession countries October 2003 II European Central Bank. - 2003.- www.ecb.int
7. Maria Jastrzębska (Ph. D.) The Role of Municipal Bonds as a Repayable Source of Financing Government Units (Tsu) in Poland II University of Gdańsk Poland,- 2000.- www.univ.gda.pl
8. Peter Epstein, George E. Peterson, Juliana H. Pigey, Sam Sherer, Michael DeAngelis. Municipal credit market development in Bulgaria: policy and legal framework II East European Regional Housing Sector Assistance Project, U. S. Agency for International Development.- The Urban institute.- 2000.- www.urban.org
9. Building the municipal credit market for infrastructure finance: the legal framework II Michael DeAngelis, Ronald W. Johnson, and Christopher Z. Kaczmarek.- Research Triangle Institute.- September 2002.- Sofia, USAID,- www.rti.org
10. 2001 Public finance activity Municipal Market Escalates to Record Volume II Salomon Smith Barney.- 2001.- www.tfsd.com
12. Постанова Кабінету Міністрів України № 207 від 24.02.2003 р. «Про затвердження Порядку здійснення запозичень до місцевих бюджетів»,- www.rada.gov.ua
12. Рішення ДКЦПФР № 414 від 7.10.2003 р. «Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик».- www.rada.gov.ua
13. Варфоломеев С. Аналітичний огляд українського ринку муніципальних облігацій // Проект USAID/PADCO «Реформування системи пенсійного забезпечення в Україні».

S. Glushchenko

MUNICIPAL BOND AT FINANCING THE DEVELOPMENT OF CITIES AND REGIONS

The article is devoted to municipal bond market research. The author had conducted comparative analysis of municipal bond markets in different countries, analyses of directions of using the money that was gained through municipal bond emission. Given basis of expediency of using such credit instrument as local bond borrowing aimed at financing the development of cities and regions.