

6. Закон України «Про інвестиційну діяльність» від 18 вересня 1991 р. № 1560 // Відомості Верховної Ради України. — 1991. — № 47. — Ст. 646.

7. *Ткаченко А. М., Воронкова В. Г., Ткаченко М. О.* Міжнародні економічні відносини: Навчальний посібник. — К.: «Видавничий дім «Професіонал», 2009. — 352 с.

8. Доклад о мировых инвестициях 2010 // [Електронний ресурс]: [Режим доступа]: www.unktd.org/wir.

9. Доклад о мировых инвестициях 2011 // [Електронний ресурс]: [Режим доступа]: www.unktd.org/wir.

Стаття надійшла до редакції 17.10.2011

УДК 336.3

О. М. Шуплат,

старший викладач кафедри банківських інвестицій
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

ІНСТРУМЕНТИ ЗАЛУЧЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙ В ІНФРАСТРУКТУРНІ ПРОЕКТИ

АНОТАЦІЯ. Досліджено низку проблем, пов'язаних з необхідністю активізації інвестиційної діяльності шляхом реалізації інфраструктурних проектів за рахунок емісії муніципальних облігацій. Проаналізовано сучасний досвід використання муніципальних запозичень громадами українських міст.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: муніципальні облігації, інвестиційна політика, ринок муніципальних запозичень, «Євро-2012».

АННОТАЦИЯ. Исследовано ряд проблем, связанных с необходимостью активизации инвестиционной деятельности путем реализации инфраструктурных проектов за счет эмиссии муниципальных облигаций. Проанализировано современный опыт использования муниципальных займов громадами украинских городов.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: муниципальные облигации, инвестиционная политика, рынок муниципальных займов, «Евро-2012».

ANNOTATION. Investigational complex of problems, related to the necessity of activation of investment activity for infrastructural projects due to the municipal borrowings. Modern experience of the use of the municipal borrowings by the ukrainian cities is analyzed.

KEY WORDS: municipal loans, investment policy, market of the municipal borrowings, «Euro-2012».

Згідно міжнародних рейтингів у 2010 році Україна завмерла на 142-у місці, утримуючи дуже важкі умови ведення бізнесу. Водночас за цілою низкою принципів позицій країна погіршила своє становище. Так, у рейтингу економічних свобод, який щороку складає дослідницький центр Heritage Foundation разом із газетою Wall Street Journal, Україна опустилася зі 162-го на 164-е місце. Таким чином країна опинилася на останньому місці серед європейських держав, включно з Молдовою. За зручністю ведення підприємницької діяльності нас обігнали Російська Федерація, Білорусь та Узбекистан. На жаль, діловий клімат в Україні не сприяє залученню іноземних інвестицій. Частка іноземного капіталу на нашому фондовому ринку нині становить 25—30 % проти докризових 70—80 % [1, с. 19]. Нерезиденти бояться заводити капітал у нашу державу. Приватизація 2010 р. провалилася: обсяг угод становив лише 588 млн грн, або 9,3 % від плану. Іноземці у приватизації участі майже не брали. У 2011 р. наша держава в очах іноземних інвесторів стає ще менш привабливою.

Водночас, незважаючи на несприятливий діловий та інвестиційний клімат, у 2012 році Україна разом з Польщею проводитиме Чемпіонат Європи з футболу «Євро-2012». Попередниками у проведенні таких змагань були зазвичай економічно розвинені й усталені в плані політичного устрою країни. Відповідно до планів уряду України сукупні витрати на проведення «Євро-2012» в 2011 році становлять 53,3 млрд. грн. Внутрішній валовий продукт (ВВП) держави за 2010 рік становив 953,0 млрд грн. Відповідно витрати на проведення фінальної частини чемпіонату становлять близько 6 % від ВВП щорічно. І це враховуючи той факт, що приймаючих міст всього чотири.

Для порівняння ВВП Португалії у 2000 році (за чотири роки до проведення «Євро-2004») становив 100 млрд євро. Витрати на підготовку — 4,5 млрд євро, що становить 4,5 % від ВВП. Як наслідок — збудовано 7 стадіонів ті 3 — реконструйовано.

ВВП Австрії, одного з господарів «Євро-2008», станом на 2004 рік становив 200 млрд євро. Витрати цієї країни на підготовку фінальної частини футбольного чемпіонату (чотири міста) — 400 млн євро, що становить 0,2 % від ВВП.

Реалії, які склалися в нашій державі, вимагають трансформації державного підходу щодо залучення інвестицій. Перед урядом постають чіткі та невідкладні завдання, від виконання яких залежить імідж України на світовому ринку загалом. Негайної розробки потребують законопроекти про особливості залучення іноземних інвестицій, запровадження нових для України, але вже

відомих у світі форм та способів підтримки інвестицій. Адже 80 % витрат на проведення «Євро-2012», що складає 126 млрд грн мають покрити залучені кошти.

Слід відмітити, що на місцеві громади міст Києва, Донецька, Харкова і Львова покладено значне навантаження щодо реалізації більшості проектів необхідних для проведення чемпіонату Європи з футболу 2012 року, де головною проблемою, з якою стикаються комунальні служби, є брак фінансових ресурсів.

Одним з перспективних джерел залучення необхідних коштів до місцевих бюджетів є випуск муніципальних облігацій. Муніципальні облігації, як показав досвід багатьох країн світу, є потужним і перспективним фінансовим інструментом, завдяки якому органи місцевого самоврядування можуть ефективно вирішувати власні поточні й довготермінові проблеми, пов'язані з фінансуванням бюджетних видатків. Емісія місцевих облігацій забезпечує можливість фінансування бюджетного дефіциту, зниження вартості обслуговування внутрішнього боргу, залучення в економіку регіону коштів іноземних інвесторів, сприяння трансформації заощаджень населення в інвестиції, реалізації місцевих соціально-економічних програм [2, с. 316]

Питання розвитку ринку муніципальних цінних паперів обговорювалися на різних рівнях протягом кількох останніх років. Поряд із спеціалістами Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) та провідними рейтинговими агентствами, зокрема РА «Кредит-Рейтинг» та НРА «Рюрік», цю проблему також розглядають у своїх працях вітчизняні науковці К. Борисюк, В. Віленчік, Н. Волкова, Д. Корнесв, І. Крейдич, О. Мендрул, Н. Мудрик, І. Рекуненко та ін. В роботі М. Лапішко муніципальні облігації розглядалися як джерело прискорення соціально-економічного розвитку регіону. Г. Коляда розглядав місце муніципальних облігацій у процесі розвитку соціальної інфраструктури, Г. Берадзе та М. Гапонюк досліджували стан ринку муніципальних облігацій України. Серед західних економістів, що досліджували дану проблему, виділяють Л. Гітмана, Л. Дугласа, Д. Майкла, А. Нортон, Д. Райтсмана, Р. Робертсона.

В Україні актуальність інвестування коштів в інфраструктурні проекти підвищує як назрівання другої хвилі фінансової кризи, так і необхідність організації ЧЄ-2012 року, проведення якого покладає на Україну зобов'язання зі створення більш ніж 200 одиниць інфраструктури, зокрема будівництво автомобільних доріг, мостів, тунелів й інших проектів некомерційного характеру. У підготовці деяких попередніх футбольних євротурнірів викорис-

товувалися кошти, залучені під муніципальні облігації. Згідно з Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» облігації місцевих позик — це облігації, випуск яких здійснюється за рішенням органів місцевого самоврядування, що можуть застосовувати внутрішнє та зовнішнє запозичення [3]. Проте операції з цінними паперами місцевих органів влади потребують схвалення уряду і не можуть бути розміщені без «візи» Міністерства фінансів України. Облігації муніципальної позики (ОВМП) є привабливими завдяки тому, що вони є менш ризиковими (окрім державних) цінними паперами, відсутнє необхідне оформлення заставного майна, конкуренція між інвесторами сприяє зниженню відсоткових ставок, місто-емітент налагоджує безпосередньо стосунки з інвесторами, публічне розкриття інформації про фінансовий стан сприяє прозорості процесів управління містом та підвищення загальної довіри до органів управління, обсяг емісії обмежений законодавством [4, с. 326; 5, с. 43]. Крім того, на відміну від кредиту, залучення коштів шляхом випуску муніципальних облігацій — значно триваліший процес, якому обов'язково передусє свого роду аудит фінансового стану міста — визначення його кредитного рейтингу одним із уповноважених на це агентств. Зрозуміло, що чим вищою буде рейтингова оцінка міста, тим під менші відсотки зможе воно залучити кошти (табл. 1).

Таблиця 1

**ВИЗНАЧЕННЯ КРЕДИТНОГО РЕЙТИНГУ
ОРГАНІМ МІСЦЕВОГО САМОВРЯДУВАННЯ***

Найменування позичальника	Рейтинг	Прогноз	Дата присвоєння	Дата оновлення
Вінницька міська рада	uaBBB-	Стабільний	12.04.2007	16.11.2010
Донецька міська рада	uaAA	Позитивний	06.05.2004	19.05.2011
Житомирська міська рада	призупинений		06.12.2007	12.05.2011
Запорізька міська рада	uaAA-	Стабільний	01.04.2008	14.10.2010
Івано-Франківська міська рада	uaBBB+	Стабільний	07.05.2009	03.03.2011
Кіровоградська міська рада	відкликаний		21.12.2004	30.09.2005

Закінчення табл. 1

Найменування позичальника	Рейтинг	Прогноз	Дата присвоєння	Дата оновлення
Луцька міська рада	uaBB	Стабільний	15.03.2007	02.12.2010
Львівська міська рада	uaA	Стабільний	21.07.2010	18.11.2010
Миколаївська міська рада	uaBBB	Стабільний	11.09.2006	12.10.2010
Одеська міська рада	uaBBB	Негативний	01.04.2005	10.12.2010
Полтавська міська рада	призупинений		02.09.2008	19.05.2011
Севастопольська міська рада	призупинений		24.12.2004	14.04.2009
Сімферопольська міська рада	uaA	Стабільний	14.09.2007	14.12.2010
Сумська міська рада	uaA-	Стабільний	16.10.2008	25.05.2011
Тернопільська міська рада	uaBBB-	Стабільний	12.06.2008	21.10.2010
Харківська міська рада	uaA	Позитивний	03.12.2004	01.06.2011
Черкаська міська рада	uaBBB	Стабільний	21.06.2007	14.03.2011
Чернівецька міська рада	відкликаний		29.05.2008	23.02.2010

* Джерело: РА «Кредит –Рейтинг» / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.credit-rating.ua/ua/ratings/#results>>

В 2010 році про наміри випустити муніципальні облігації заявили 15 міських рад. Проте Міністерство фінансів України відхилило заявки міст на випуск ОВМП посилаючись на Меморандум про економічну та фінансову політику між Україною та Міжнародним валютним фондом, одним з пунктів якого передбачено поступове зменшення рівня державного боргу України до якого згідно методології МВФ відносяться і борги муніципалітетів.

Крім обмежень з боку МВФ, розвитку ринку муніципальних облігацій заважає — низька інвестиційна привабливість облігацій. Кредитні рейтинги муніципалітетів значно знизили у порівнянні з докризовими показниками. Так, за версією експертів компанії «Кредит-рейтинг» до інвестиційного класу емітентів зі стабільним прогнозом можна віднести всі муніципалітети України, крім Одеси (uaBBB/ негативний), Луцька (uaBB/стабільний), Кам'янця-Подільського (uaBB+/стабільний), а також Севастополя, Кіровограду, Чернівців, рейтинг яких призупинений. Кредитні рейтинги за міжнародною шкалою присвоєні семи містам та АР Крим, з яких жоден емітент не відноситься до інвестиційного класу. Порівняно високими та стабільними залишаються рейтинги Донецька, Харкова, Дніпропетровська, Івано-Франківська та АР Крим. Негативний прогноз мають рейтинги Києва, Львова та Одеси [6].

Загальний обсяг здійснених випусків місцевих позик під чемпіонат Європи 2012 року за період 2005—2010 рр. склав 3972,0 млн грн¹. Емітентами облігацій внутрішніх місцевих позик під «Євро-2012» виступили органи місцевого самоврядування, перелік яких наведено в табл. 2.

Таблиця 2

ЕМІСІЯ МУНІЦИПАЛЬНИХ ОБЛІГАЦІЙ ПІД «ЄВРО-2012» У 2005-2009 РР.*

Позичальники	Вид запозичень	Дата надання висновку Мінфіном	Сума та умови здійснених запозичень	Сума фактично погашених запозичень
Донецька міська рада	Випуск внутрішніх муніципальних облігацій	10.05.2005	45 млн грн на 1826 днів (5 років) під 11,75 % річних	11.07.2008 здійснено частковий достроковий викуп на суму 7987 тис. грн; 09.01.2009 здійснено частковий дострок. Викуп на суму 9000 тис. грн.

¹ У 2010 році випусків муніципальних облігацій зареєстровано не було. Сайт Міністерства фінансів України (режим доступу: http://www.minfin.gov.ua/control/publish/article/main?art_id=236988&cat_id=68447)

Продовження табл. 2

Позичальники	Вид запозичень	Дата надання висновку Мінфіном	Сума та умови здійснених запозичень	Сума фактично погашених запозичень
Донецька міська рада	Випуск внутрішніх муніципальних облігацій	06.07.2006 (здійснено випуск 11.09.2006 р.)	50 млн грн на 5 років під ставку 12 % річних	
	Випуск внутрішніх муніципальних облігацій	01.07.2008	75 млн грн на 5 р., під ставку 16 % річних. Погашення 12.09.2013 р.	
	Випуск внутрішніх муніципальних облігацій	13.08.2009	13.10.2009 був здійснений випуск на суму 60 млн грн. Відсоткова ставка не вище 25 % річних на 5 років	
Дніпропетровська міська рада	Випуск внутрішніх муніципальних облігацій	13.08.2009	50 млн. грн. Відсоткова ставка не вище 18 % річних на 3 роки	
Київська міська рада	Випуск облігацій зовнішньої позики	16.03.2005	250,0 млн дол. США на 10 років за ставкою 8,00 % річних.	
	Кредит в іноземних фінансових установах	20.11.2007	Випуск 250,0 млн дол. США на 5 років за ставкою 8,25 %.	
	Випуск внутрішніх муніципальних облігацій	10.09.2008	1 млрд. грн. Відсоткова ставка на строк: 3 р. — 12,5%; 4 р. — 14,0 %; 5 р. — 16,5 %. Дата погашення 31.12.2013 р.	

Продовження табл. 2

Позичальники	Вид запозичень	Дата надання висновку Мінфіном	Сума та умови здійснених запозичень	Сума фактично погашених запозичень
Львівська міська рада	Випуск внутрішніх муніципальних облігацій	15.04.2008	200 млн грн на 5 років за ставкою 12 % річних	
	Випуск внутрішніх муніципальних облігацій	09.04.2009	300 млн грн на 5 років за ставкою 20 % річних.	
	Львівська	09.04.2009	300 млн грн на 5 років за ставкою 20 % річних	
	Надання гарантій по кредиту	15.07.2009	1) 12 млн євро. Відшкодування ЄБРР по кредиту для комунального під-ва «Львів-електротранс» 2) 26 млн. євро. Відшкодування ЄБРР по кредиту для комунального автотранспортного під-ва. На 10 років, відсоткова ставка складається з: а) базис відсоткової ставки, що розраховується на основі Міжбанківської ставки Євро зони (Euribor); б) маржа 5,5 % річних	

Позичальники	Вид запозичень	Дата надання висновку Мінфіном	Сума та умови здійснених запозичень	Сума фактично погашених запозичень
Харківська міська рада	Випуск внутрішніх муніципальних облігацій	22.04.2005	100 млн грн на 3 роки за ставкою 10,75 % річних	
		15.11.2007	100 млн дол. США на 5 років за ставкою 9,5% річних.	

*Складено за джерелом: Офіційний веб-сайт Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. — Доступно з: <http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/printable_article?art_id=236988>.

Як засвідчують дані табл. 2, у 2010 році процес активізації ринку муніципальних запозичень під «Євро-2012» уповільнився.

Київська міська рада (емітент найбільшого випуску внутрішніх місцевих позик за 2005—2010 рр.) залучила шляхом емісії ОВМП у 2008 році — 1 млрд грн (33,0 % загального обсягу емісії ОВМП) [7, с. 11]. Крім того, Київська міська рада — єдиний емітент, що здійснив випуск облігацій зовнішньої позики у 2005 році — 250,0 млн дол. США. На другому місці за обсягами емісії перебуває Львівська міська рада — 592,0 млн грн, або 19,0 % загального обсягу емісії ОВМП, на третьому — Донецька міська рада (відповідно 170,0 млн грн і 8,0 %). Разом ці три міські ради здійснили 60,0 % сукупного обсягу внутрішніх емісій місцевих рад України за аналізований період (рис. 1).



* Складено автором самостійно.

Рис. 1

На підставі проведеного аналізу статистичних і монографічних джерел можна стверджувати, що ринок муніципальних облігацій є прийнятним і цивілізованим інструментом регулювання міжбюджетних відносин у країні. Муніципальні запозичення є важливим інструментом активізації інвестиційної діяльності та фінансування проектів розвитку міст в процесі підготовки до ЧЄ з футболу 2012 року.

Отже, зважаючи на вище наведені дані щодо випуску та обігу муніципальних облігацій в Україні протягом 2005—2011 рр., необхідно відмітити наступні особливості:

— Ринок муніципальних облігацій перебуває у кризовому — «замороженому» стані, адже протягом 2010—2011 рр. не відбулося жодного випуску ЮВМП під ЧЄ з футболу 2012 року. До причин, що стримують розвиток даного ринку можна віднести відсутність дієвого механізму гарантування прав кредиторів, а також недостатня ліквідність і привабливість муніципальних облігацій порівняно з іншими борговими інструментами фондового ринку (наприклад, валютними ОВДП).

— Київська міська рада єдина здійснила випуск облігацій зовнішньої позики, оскільки існують законодавчі обмеження щодо розвитку як зовнішніх так і внутрішніх муніципальних запозичень.

— Донецьк, Харків і Дніпропетровськ мають порівняно стабільні показники, а Києву та Львову присвоєно негативний кредитний рейтинг, що в свою чергу негативно впливає на інвестиційну привабливість міст. Крім того, нестабільність економічної та розхитування політичної ситуації створює невисокий рівень довіри інвесторів до держави.

Необхідно здійснити ряд заходів щодо державного сприяння широкому залученню до інвестування у муніципальні цінні папери вітчизняних і зарубіжних індивідуальних інвесторів. По-перше, необхідно ухвалити Закон України «Про місцеві запозичення та місцеві гарантії», в якому має бути врегульований весь комплекс проблем, пов'язаних із здійсненням муніципальних запозичень органами місцевого самоврядування країни. По-друге, необхідна стабілізація законодавства, яке визначає доходи та видатки органів місцевого самоврядування як необхідної передумови отримання містами і регіонами високих міжнародних кредитних рейтингів, що відкриває їм дорогу на ринки зовнішніх муніципальних запозичень. По-третє, органам місцевого самоврядування необхідно надати право емісії муніципальних цінних паперів в іноземній валюті. По-четверте, слід законодавчо розширити межі місцевої заборгованості в Україні. Зокрема, доціль-

но прив'язати обсяги заборгованості місцевих бюджетів не лише до видатків, але й доходів місцевих бюджетів, обсягу валової доданої вартості, що виробляється на відповідній території та вартості можливого забезпечення муніципальних позик. По-п'яте, необхідно удосконалити ряд державних процедур погоджувально-реєстраційного характеру, пов'язаних з випуском муніципальних цінних паперів. Має бути чітко за строками регламентовано процедуру отримання висновку муніципальних запозичень у Міністерстві фінансів України з визначенням конкретних причин, за яких у такому погодженні може бути відмовлено. По-шосте, відповідним органам державної влади та органам місцевого самоврядування доцільно розробити нормативно-методологічну базу, пов'язану з борговою політикою органів місцевого самоврядування, стратегією управління та обслуговування місцевого боргу на засадах ефективного використання запозичених коштів і мінімізації бюджетних витрат на погашення і обслуговування боргу. По-сьоме, необхідно гармонізувати вітчизняне законодавство з питань запозичень з міжнародними нормами та стандартами, що створить передумови для ширших можливостей співпраці міст і регіонів України з провідними фінансовими установами та інвесторами. По-восьме, доцільно жорстко обмежити перелік видів діяльності для фінансування яких можуть бути залучені кошти валютних і гривневих позик. У даному випадку найбільш бажаними є інвестиції місцевих органів влади у інфраструктурні проекти, оскільки кошти платників податків не підлягають комерційним ризикам, а інвестиції можуть бути високоефективними з точки зору суспільної значущості та економічної віддачі, тому що сприяють покращенню інвестиційного клімату [2, с. 324].

Загалом, ринок муніципальних запозичень в Україні розвинутий недостатньо і його не можна розглядати як вагому складову боргового ринку. Однак, не дивлячись на це, він є важливим сегментом фінансового ринку і його необхідно удосконалювати і створювати умови для його подальшого розширення. Крім того, для розвитку в Україні ринкової економіки необхідною умовою є розвинений ринок внутрішніх місцевих запозичень (як цього досягнуто у провідних країнах світу).

Література

1. Довбенко М. В. Чи потрапимо у світову «двадцятку»? (Критичний погляд на орієнтири вітчизняної економічної стратегії) // Ж-л «Вісник Національної академії наук України», № 6, 2011. — С. 19.

2. *Малець А. В.* Оцінка діючої практики місцевих запозичень в Україні / Малець А. В. // Науковий вісник Академії муніципального управління. Збірник наукових праць. Серія «Управління». Вип. 1. — 2011. — С. 316—325.

3. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 23.02.2006 № 1522-VI, редакція від 11.06.2009 на підставі 1026-16 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1522-17>.

4. Розвиток муніципальних облігацій в Україні: науково-технічний збірник № 70 «Комунальне господарство міст» / Штерн Г. Ю., Карлова О. А., Погосьян К. В. — Харків, 2006. — С. 323—327.

5. Роль муніципальних облігацій на ринку місцевих запозичень: зб. Наукових праць ЧДТУ / Рекуненко І.І., Котляревський О. В. — Черкаси, 2009. — С. 40—44.

6. *Буй Т.* Муниципальные облигации, — Какие города смогут одолжить деньги // Инвестгазета. — 16 марта 2011. — № 10.

7. Аналітичний огляд ринку облігацій України за 2010 рік. — НРА «Рюрік», 2010. — 40 с.

Стаття надійшла до редакції 21.07.2011

УДК 658.15

Л.А. Лахтіонова,

канд. екон. наук, доц.,

ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

ТИПИ ФІНАНСОВОЇ СТІЙКОСТІ ДЛЯ КОМПАНІЙ ІЗ ЗНАЧНИМИ ОБСЯГАМИ ЗАПАСІВ ВІДПОВІДНО ДО ВИДУ ЇХ ДІЯЛЬНОСТІ (ЗОВНІШНІЙ ФІНАНСОВИЙ АНАЛІЗ)

АНОТАЦІЯ: розглянуто думки вчених-аналітиків стосовно типів фінансової стійкості суб'єктів господарювання у внутрішньому та зовнішньому фінансовому аналізі, надана критична оцінка різним точкам зору з цього питання. Запропоновані варіанти визначення типів фінансової стійкості компанії в залежності від специфіки її діяльності. Розроблена та обґрунтована власна точка зору про типи фінансової стійкості господарюючих суб'єктів на основі абсолютних її показників у зовнішньому фінансовому аналізі для компаній із значними обсягами запасів відповідно до виду їх діяльності.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: фінансова стійкість, суб'єкт господарювання, абсолютні показники, зовнішній фінансовий аналіз, внутрішній фінансовий аналіз, типи фінансової стійкості, запаси, оборотні активи.

АННОТАЦИЯ: рассмотрены дискуссионные вопросы относительно типов финансовой устойчивости субъектов хозяйствования во внут-