

ПЕРСПЕКТИВИ ІНВЕСТУВАННЯ У БОРГОВІ ЦІННІ ПАПЕРИ МІСЦЕВИХ ОРГАНІВ ВЛАДИ В УКРАЇНІ

**Вадим
Телятников**
асистент кафедри
Фінансові ринки
ДВНЗ «Київський
національний
економічний
університет
імені Вадима
Гетьмана»

В статті розглядається сучасний ринок облігацій органів місцевого самоврядування та визначаються перспективи інвестування в даний вид фінансового інструменту. На основі зарубіжного досвіду наводяться можливі напрями подальшого розвитку ринку цінних паперів місцевих органів влади.

В сучасних умовах українські міста зіштовхуються з багатьма проблемами соціально-економічного характеру розв'язання яких потребує стабільної фінансової бази місцевих органів влади та чіткого розмежування власних і делегованих державою повноважень. Нажаль Державний бюджет не в змозі у повній мірі забезпечити фінансування делегованих повноважень на місцевому рівні, тому, окрім фінансування власних потреб на які не завжди вистачає власних фінансових надходжень, міста вимушені шукати додаткові джерела ще й на реалізацію загальнодержавних соціально-економічних програм.

Видатки місцевих органів влади часто перевищують доходи, саме це й спонукає поряд із традиційними джерелами (податками, зборами, трансфертами та інше), органи місцевого самоврядування використовувати різноманітні механізми залучення позичкових коштів. Якраз, одним з напрямів подолання недостатності фінансових ресурсів, зменшення дефіциту бюджетів, реалізації міських інвестиційних програм, послаблення залежності міст від центральних органів влади є місцеві запозичення в формі позики або у формі випуску облігацій внутрішніх місцевих позик. Використання залучених коштів - це реальна можливість збільшити доходи суб'єкта, що їх здійснює, і вирішити ті завдання, реалізація яких не може бути забезпечена в даний момент за рахунок власних доходів бюджету.

Значна роль в даному процесі відводиться і потенційним інвесторам, саме за рахунок вільних ресурсів яких і стає можливим здійснення запозичень.

Окремими аспектами розвитку ринку місцевих запозичень займаються вчені Буковинський С., Бураковський І., Бурмака М., Варфоломеев С., Гайдучкий П., Геєць В., Кириленко О., Ковальчук Т., Кравченко В., Луніна І., Чугунов І. Свій внесок в розробку цих питань вніс Василик О. Цікавими є розробки групи вчених Російської Федерації, зокрема Алексева М., Барінова В., Безсмертної К., Бондаря Т., Костікова І., Марченка А., Намсераєвої Є., Пахомова С., Філя С., Чеканової Є., Шадріна А., Яндієва М., зарубіжними вченими США, Франції, Великобританії, Німеччини та інших країн, зокрема Фредеріком С. Мишкіним, Френком С. Фабоці, Роджером Лерой Міллером, Ван Хузом, Лоренсом Дж. Гітманом та іншими.

В своїх працях вчені висвітлюють такі проблемні питання: як процедура випуску муніципальних облігацій, їх правове забезпечення як в Україні так і в країнах з розвинутою та перехідною економіками, також досліджується ринок муніципальних облігацій та їх привабливість для інвесторів [2]. Велику роль вітчизняні вчені приділяють вивченню зарубіжного досвіду та розробці рекомендацій щодо ефективності залучення та використання інвестиційних джерел місцевими органами влади, тим самим підвищуючи їх фінансову незалежність в умовах обмеженості ресурсів.

Беручи до уваги напрацювання вітчизняних та зарубіжних вчених, здійснені у теоретичних дослідженнях, методології та організації ринку муніципальних цінних паперів, слід підкреслити, що вирішення даної проблеми стає все більш актуальним. Виникають нові аспекти використання муніципальних цінних паперів у фінансовій системі держави, особливо на тлі фінансової кризи, що зумовлює необхідність більш детального вивчення питань пов'язаних з побудовою ефективної системи муніципальних запозичень.

У багатьох високорозвинутих країнах, ринок місцевих запозичень виступає одним з основних джерел фінансування розвитку і розбудови міст та набув самостійного значення. Він є важливим сегментом фінансового ринку. Ринок місцевих позик можна охарактеризувати як сукупність емітентів, інвесторів, саморегульованих організацій, професійних учасників ринку та відносин між ними з приводу емісії, обігу та обліку муніципальних цінних паперів. В широкому розумінні ринок муніципальних запозичень розглядається як інститут, що створює та забезпечує обіг фінансових активів, які є постійним джерелом боргового фінансування інвестиційних програм та проектів місцевих територіальних громад [1].

В Україні ринок облігацій місцевих органів влади є незначним за своїми обсягами. Сучасний його стан відображений на рисунку 1.

Як видно з рисунку 1, обсяги залучення місцевими органами влади є незначними. В період з 2006 по 2011 роки було здійснено всього 28 зареєстрованих емісій облігацій місцевих органів влади. Лише деякі емітенти (в основному найбільші міста України такі як Київ, Харків, Донецьк та інші) можуть привернути увагу інвесторів і дійсно здійснити емісію облігацій після погодження всіх умов випуску з Міністерством фінансів.

Інвесторами на ринку місцевих запозичень є фізичні та юридичні особи, в тому числі і інституціональні інвестори (інститути спільного інвестування, недержавні пенсійні фонди, страхові компанії, комерційні банки та інші), які мають в своєму розпорядженні вільні грошові кошти і бажають придбати облігації місцевих органів влади з метою отримання прибутку або підвищення їх ринкової вартості.

Сучасну картину інвестування в облігації місцевих органів влади відображає рисунок 2, з якого видно, що основним інвестором на даному ринку в Україні виступають саме комерційні банки. Досить несуттєвим є присутність на даному ринку страхових компаній, які володіють 2,3% даних цінних паперів, недержавні пенсійні фонди з часткою 1,27%, інститути спільного інвестування з 2,23%, та інші інвестори (індивідуальні інвестори, брокери та дилери, тощо), на яких припадає близько 0,01% всіх залучених запозичень місцевими органами влади.

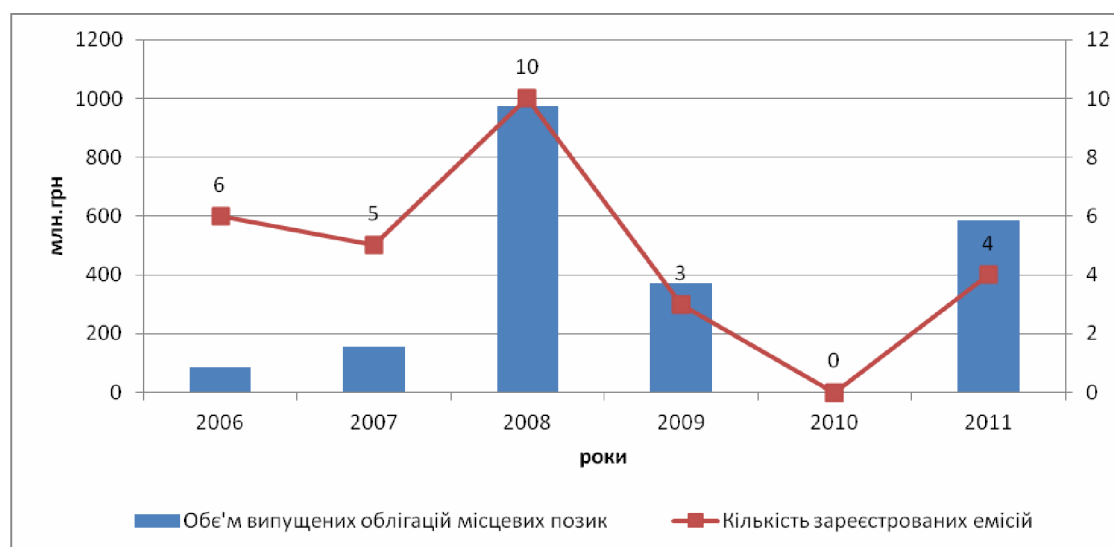


Рисунок 1. Обсяг випусків облігацій місцевих органів влади в 2006-2011 роках

Примітка: побудовано автором за даними річних звітів НКЦПФР [4]

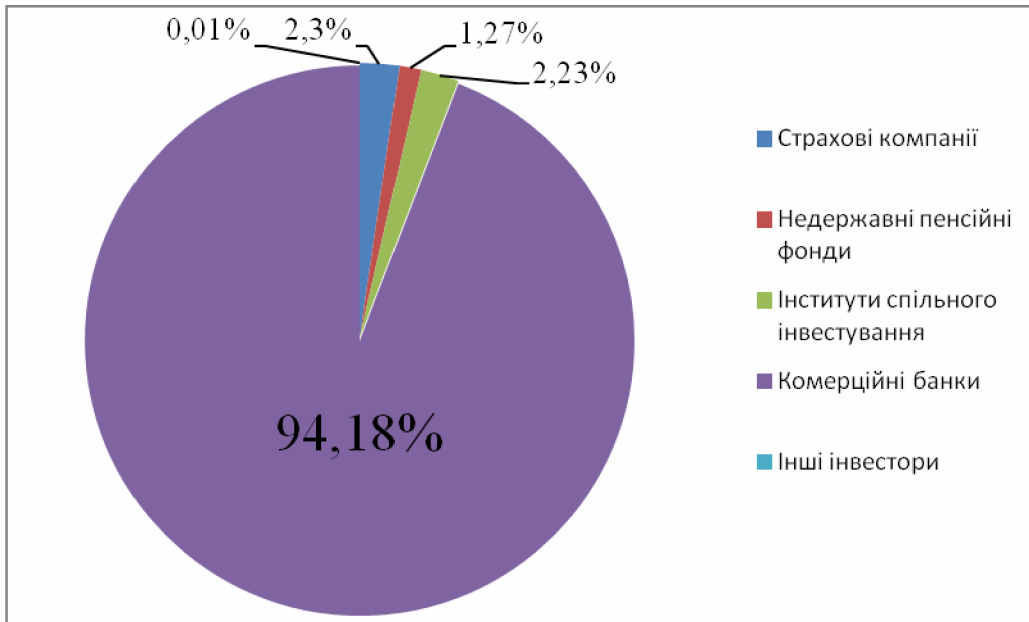


Рисунок 2. Структура інвесторів в облігації місцевих органів влади України в 2011 році

Примітка: побудовано автором за даними річних звітів за 2011 рік НКЦПФР, НБУ, Нацфінпослуг [3,4,5]

Таблиця 1

Частка облігацій місцевих органів влади в структурі активів основних інвесторів на фінансовому ринку України в 2011 році

	Активи інвесторів, млн.грн.	Частка облігацій місцевих органів влади в активах інвесторів, %
Недержавні пенсійні фонди	1380	0,54
Інститути спільного інвестування	130340	0,01
Комерційні банки	1058600	0,052
Страхові компанії	48122,7	0,028

Примітка: складено автором за даними річних звітів за 2011 рік НБУ, НКЦПФР, Нацфінпослуг [3,4,5]

Розглядаючи таблицю 1, можна побачити, що частка облігацій місцевих органів влади в загальних активах основних інвесторів в даний вид цінних паперів є досить незначним і коливається на рівні 0,01-0,54%, що є дуже незначним показником. Це свідчить про низьку зацікавленість у використанні даного виду фінансових інструментів на сучасному етапі розвитку вітчизняного фінансового ринку.

На відміну від українських реалій, ринок муніципальних облігацій США має чималий досвід залучення інвестиційних коштів містами за допомогою емісії боргових цінних паперів. Так, у 2011 році в США налічувалося більше мільйона різних муніципальних облігаційних позик в обігу у порівнянні з менш ніж 50000 емітованих корпоративних облігацій. Ринок таких запозичень склав 3,7 трлн. дол., в той час

як об'єм випущених корпоративних (в тому числі і зарубіжних) облігацій та корпоративних акцій склав 11,5 трлн. дол. і 22,5 трлн. дол. відповідно.

Як видно з рисунку 3, первинний ринок муніципальних цінних паперів є досить масштабний судячи з кількості здійснених емісій та основної суми облігаційних запозичень, що важко сказати про Україну. У той час як випуск муніципальних цінних паперів сповільнився після початку фінансової кризи у 2008 році, можна спостерігати доволі стрімке зростання даного ринку в 2010 році, зокрема, через популярність випуску Будівельних облігацій Америки («BABS»). У 2011 році було зареєстровано 13463 емісії муніципальних облігацій на загальну суму 355 млрд. дол., у порівнянні з 16848 здійснених запозичень на загальну суму 499 млрд. дол. в 2010 році. Деякі експерти ринку пе-

редбачають падіння емісії муніципальних облігацій через тиск на місцеві бюджети і зростанням жорсткої економії бюджетних коштів, а також із завершенням у кінці 2010 року програми випуску Будівельних облігацій Америки.

В США на відміну від України муніципальні цінні папери, зокрема, звільнені від місцевих податків, в основному належать фізичним або «роздрібним» інвесторам. Роздрібні інвестори зазвичай купують і утримують муніципальні цінні папери до їх погашення і отримання дохідності по них. До набрання чинності Закону про податкову реформу 1986 року, комерційні банки були основними власниками муніципальних цінних паперів (що саме зараз спостерігається в Україні), так як їм було дозволено зменшувати до 80% суму податків пов'язаних з оподаткуванням доходів від прибутку і обігу даних цінних паперів. Закон про податкову реформу 1986 року значно скоротив податкові пільги для банків на купівлю неоподатковуваних муніципальних облігацій, в результаті чого, комерційні банки зменшили купівлю муніципальних цінних паперів і частка їх зменшилась з 51% на ринку муніципальних цінних паперів в 1971 - 1972 роках до 7,6% в 2011.

Домогосподарства, як група, представляє собою найбільшого власника випущених муніципальних цінних паперів за останні шість років поспіль, як показано на рисунку 4. Станом на 31 грудня 2011 року, на їхню частку

припадало майже 1,9 трлн. дол. муніципальних цінних паперів, що на 12% більше по відношенню до 2006 року.

З 2008 року також спостерігалось зниження купівлі муніципальних облігацій інвестиційними фондами грошового ринку з 494,6 млрд. дол. до 296,5 млрд. дол. у 2011 році та збільшення пайових інвестиційних фондів з 344,4 млрд. дол. у 2006 році до 542,6 млрд. дол. у 2011. Близько 50,2% випущених зобов'язань муніципалітетами припадала на фізичних осіб і до 25% з цієї суми була придбана за дорученням фізичних осіб професійними учасниками фінансового ринку.

Взагалі, на ринку муніципальних цінних паперів США структура інвесторів досить розгалужена. Як видно з рисунка 5, найбільша частка облігацій місцевих позик належить домогосподарствам і становить 50%, пайові інвестиційні фонди мають частку на рівні 15%, страхові компанії володіють 14% випущених даних видів цінних паперів, комерційні банки та інвестиційні фонди грошового ринку мають в своєму розпорядженні по 8%, іноземні інвестори та закриті інвестиційні фонди мають по 2% емітованих муніципальних облігацій, найменша частка зосереджена в руках брокерів та дилерів і сягає близько 1%.

Що стосується комерційних банків в даний час, деякі банки все ще вкладають кошти у муніципальні цінні папери через їхній довгий термін до погашення, а також звільнення від податків при відносно непоганій дохідності. На

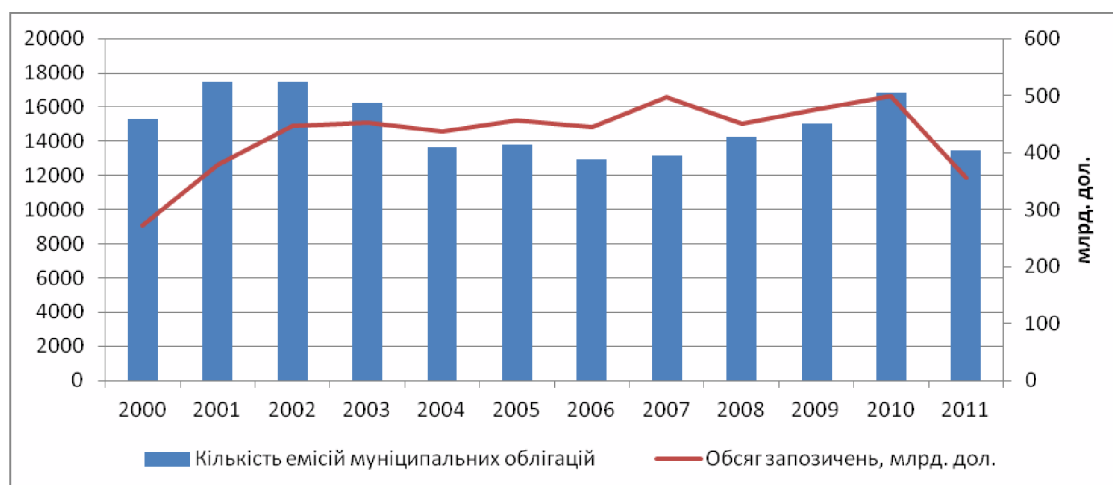


Рисунок 3. Кількість випусків муніципальних цінних паперів в США у 2000-2011 роках

Примітка: побудовано автором за даними Thomson Reuters' SDC Platinum, Global Public Finance module («SDC Platinum»)[8]

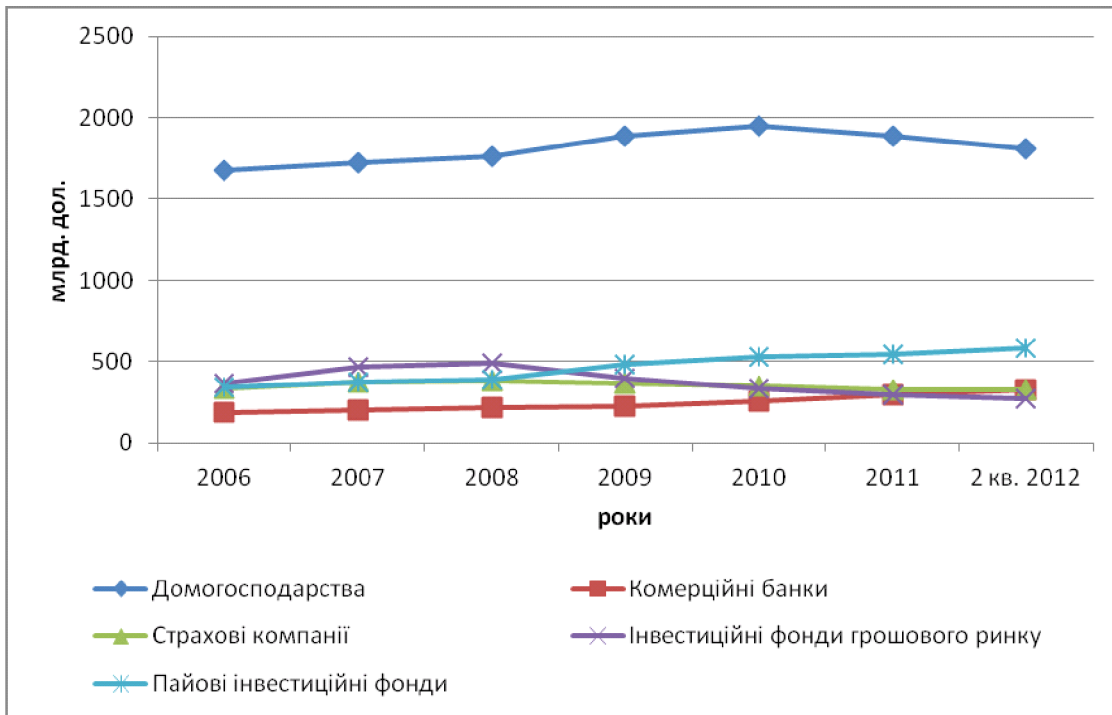


Рисунок 4. Первинні власники (інвестори) муніципальних цінних паперів в США у 2006 -2 кварталі 2012 року

Примітка: побудовано автором за даними Fourth Quarter Flow of Funds Accounts of the United States[6,7]

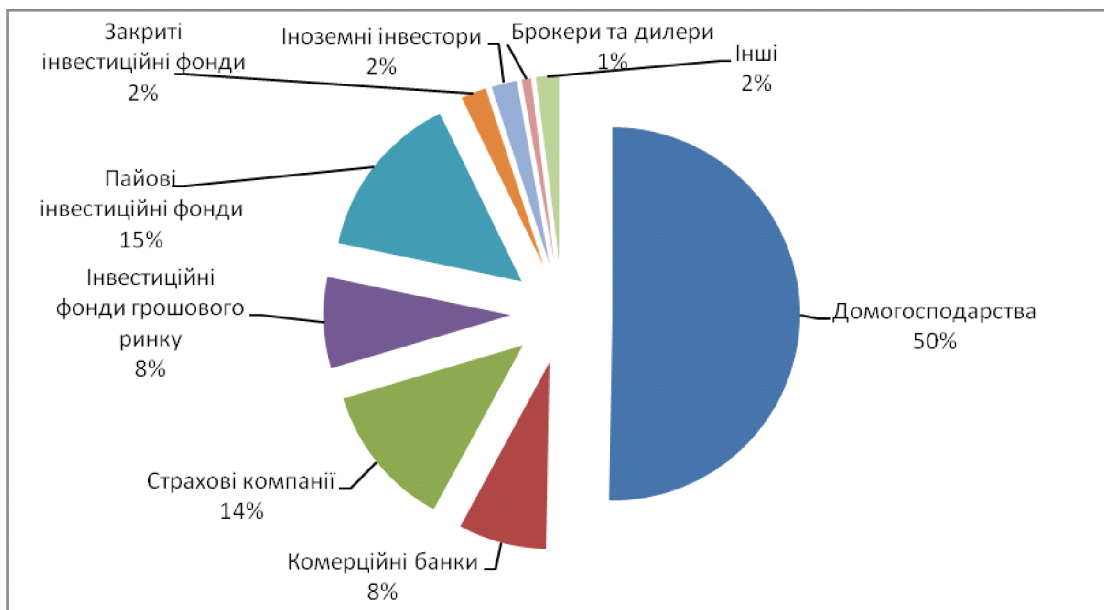


Рисунок 5. Структура інвесторів на ринку муніципальних цінних паперів в США у 2011 році

Примітка: побудовано автором за даними Fourth Quarter Flow of Funds Accounts of the United States [6,7]

додаток до покупки муніципальних цінних паперів через традиційні публічні розміщення, комерційні банки почали збільшувати їх купівлю шляхом приватного розміщення (також відомо як «пряма покупка») і збільшили надання звичайних кредитів державним місцевим органам влади та іншим муніципальним емітентам [9].

Муніципальні цінні папери зазвичай видаються за андеррайтинговою схемою, в якій один або декілька брокерів-дилерів або муніципальних дилерів цінних паперів викупають цінні папери безпосередньо у емітента і перепродають їх інвесторам. Коли андеррайтери утворюють групу, щоб придбати цінні папери і розділити ризики андеррайтингу, їх називають «Синдикатом».

Два основних андеррайтери муніципальних цінних паперів ведуть переговори щодо продажів і розміщення придбаних цінних паперів. У 2011 році 54,4% від 13463 муніципальних випусків цінних паперів здійснювалися через андеррайтингові схеми, які були узгоджені щодо продажів і 42,4% були розміщені по конкурентній схемі, решта, що залишилися 3,2% були продані через приватні розміщення - і склали рекордно високий рівень розміщення близько 15 млрд. дол. Це збільшення в порівнянні з усього лише 3 млрд. дол. приватних розміщень в 2010, пов'язують із загальним зниженням випуску муніципальних облігацій.

Важливим чинником розвитку українського ринку муніципальних облігацій на відміну від США є наявність попиту на цей вид фінансових інструментів, хоча на зараз і в світовій практиці спостерігається тенденція зниження популярності даних боргових цінних паперів в зв'язку з економічною кризою 2008 року та політики жорсткої економії, яку провадять як країни в цілому так і муніципалітети. [10]

Основні інвестори в даний вид цінних паперів в світі, а саме, фізичні особи, на сучасному етапі економічного розвитку України не можливо розглядати як основних покупців-інвесторів муніципальних облігацій через ряд факторів:

- досить обмежена фінансова спроможність українських громадян, за рахунок падіння реальних доходів населення,
- низький рівень обізнаності населення в фінансовій сфері,
- недовіра населення до цінних паперів у цілому та відповідно до муніципальних цінних паперів зокрема,
- нестабільна економічна та політична ситуація в країні.

Вітчизняні комерційні банки хоча і мають в своєму розпорядженні найбільший об'єм емітованих облігацій місцевих органів влади (94% даного ринку в Україні) не можна відносити як основних і єдиних покупців-інвесторів муніципальних облігацій 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). В основному комерційні банки виступають у ролі андеррайтерів у здійсненні запозичень на місцевому рівні, що є більш вигідним для них.

Фінансові установи та інститути спільного інвестування (недержавні пенсійні фонди, страхові компанії) також не можна розглядати як покупців-інвесторів муніципальних облігацій. 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.

Беручи до уваги вище наведе, можна зробити висновок, що український ринок облігацій місцевих органів влади потребує вирішення проблем пов'язаних з популяризацією даного виду фінансових інструментів. Для цього необхідно підвищити життєвий рівень населення, а відповідно від цього і зростуть заощадження громадян, відновити довіру фізичних осіб (домогосподарств) до облігацій місцевих органів влади, так як, саме вони є основними покупцями даних інструментів в світі, запропонувати додаткові гарантії і законодавчо їх підкріпити. Прикладом таких дій може слугувати створення фонду по гарантуванню інвестицій з боку держави з певним лімітом відшкодування у разі дефолту емітента, як це було зроблено в банківському секторі по депозитним договорам.

Досить важливим є створення додаткових умов для інвестування в даний вид фінансового інструменту недержавних пенсійних фондів та страхових компаній, особливо лайфових. Для цього можна провадити спеціальну податкову політику, так як це робиться в США, підвищити якість емітованих цінних паперів. Чимало, в даній ситуації яка склалась залежить від емітентів (місцевих органів влади), але не менш важливою в даний момент є і підтримка з боку держави розвитку ринку облігацій місцевих органів влади.

Відповідно, з розвитком країни та ефективним веденням державної політики в сфері обігу облігацій місцевих органів влади, поступово відбудеться і зміна структури потенційних інвесторів в даний вид облігацій, так само, як це спостерігається в США на протязі існування даного ринку.

ЛІТЕРАТУРА

1. Муніципальні запозичення в Україні. Міжнар. науково-практ. конф. «Проблеми фінансування розвитку великих міст за рахунок муніципальних запозичень та шляхи їх розв'язання», Київ, 29 вересня 2004 р. /За заг. ред. В.І. Кравченка, В.М. Падалки, Д.М. Гриджука.-К.: [Міжнародний Інститут Фінансів], 2005.-192 с.
2. Муніципальні позики: світова практика та український досвід. Заред. І.Бураковського. К.: К.І.С., 2000, с.72.
3. Офіційний сайт Національного Банку України, [електронний ресурс].- режим доступу <http://www.bank.gov.ua>
4. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, [електронний ресурс].- режим доступу <http://www.ssmsc.gov.ua>
5. Офіційний сайт Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері фінансових ринків, [електронний ресурс].- режим доступу <http://www.dfp.gov.ua>
6. Офіційний сайт статистики США, [електронний ресурс].- режим доступу <http://www.census.gov>
7. Офіційний сайт федеральної резервної системи США, [електронний ресурс]. - режим доступу <http://www.federal.reserv.gov>
8. Офіційний сайт компанії з надання інтелектуальної інформації в сфері бізнесу Thomson Reuters, [електронний ресурс]. - режим доступу <http://thomsonreuters.com>
9. *Sara Lepro*, «Banks Urged to Reassess Holdings of Muni Bonds,» *The Bond Buyer*, Feb. 23, 2011, [електронний ресурс].- режим доступу <http://www.bondbuyer.com>
10. *Ianthe Jean Dugan*, «Banks Turn to Public Borrowers», *Wall Street Journal*, Feb. 16, 2011, [електронний ресурс].- режим доступу <http://online.wsj.com>

РЦПУ