

ФІНАНСИ

УДК 352: 336.76

DOI: 10.26565/2524-2547-2020-60-11

**ФІНАНСОВИЙ МЕХАНІЗМ ВПРОВАДЖЕННЯ ОБЛІГАЦІЙ МІСЦЕВИХ ПОЗИК
В ТРАНСПОРТНІЙ ГАЛУЗІ****Виговська Наталія Георгіївна**
доктор економічних наук, професор*e-mail: vygng@ukr.net**ORCID ID: 0000-0001-7129-6169***Виговський Володимир Георгійович**
кандидат економічних наук, доцент*e-mail: vygovskyy2008@ukr.net**ORCID ID: 0000-0001-5642-0774***Виговська Олена Анатоліївна**
аспірантка*e-mail: alenavygovska@gmail.com**ORCID ID: 0000-0002-7905-0494***Державний університет «Житомирська політехніка»***вул. Чуднівська, 103, Житомир, 10005, Україна*

Робота присвячена аналізу та розробці фінансового механізму впровадження облігацій місцевих позик. Авторами узагальнено поняття «облігації місцевих позик» і визначено переваги та недоліки в процесі впровадження облігацій місцевих позик на підприємствах транспортної галузі. Досліджено, що облігації місцевих позик – один з найефективніших фінансових інструментів, що використовуються органами місцевим самоврядуванням для залучення додаткових джерел фінансового забезпечення суб'єктів господарювання транспортної галузі. Виявлено складності застосування облігацій місцевих позик за чотирма напрямками: організаційні, фінансові, інвестиційні та регіональні.

Систематизовано переваги впровадження облігацій місцевих позик на різних рівнях: державному, регіональному та на рівні емітента – міських органів самоврядування.

Визначено, що існує ряд обмежень щодо випуску облігацій місцевих позик на законодавчому рівні щодо загального обсягу позик до місцевого бюджету, видатки місцевого бюджету не можуть перевищувати 10 відсотків видатків загального фонду на обслуговування місцевого боргу та часові обмеження.

Розроблено організаційний механізм впровадження облігацій місцевих позик та враховано витрати органів місцевої влади в процесі їх емісії. Визначено, що під час емісії облігацій місцевих позик емітент здійснює витрати на основні або додаткові послуги. Значну частину витрат емітент здійснює в процесі організації реєстрації випуску облігацій місцевих позик, на послуги андеррайтера та фінансового консультанта.

Обґрунтовано реалізацію фінансового механізму впровадження облігацій місцевих позик через визначені форми взаємодії, які пропонується розглядати з точки зору руху грошових коштів, надання прав на облігації та інформаційних потоків. Запропоновано фінансовий механізм впровадження облігацій місцевих позик для суб'єктів господарювання транспортної галузі. В межах механізму впровадження облігацій місцевих позик головними його учасниками є емітент, інвестор та професійні посередники, а в якості елементів ринкових інститутів – керуючі органи: фондовий ринок, депозитарій та реєстратор. На основі фінансового механізму реалізації облігацій місцевих позик систематизовано етапи фінансового забезпечення облігацій місцевих позик відповідно до їх мети та функцій учасників механізму. Важливою особливістю механізму фінансування суб'єктів господарювання транспортної галузі є поетапний характер його реалізації.

Ключові слова: облігації місцевих позик, фінансовий механізм, транспортна галузь.

JEL Classification: R42; H74; H72.

ФИНАНСОВЫЙ МЕХАНИЗМ ВНЕДРЕНИЯ ОБЛИГАЦИЙ МЕСТНОГО ЗАЙМА В ТРАНСПОРТНОЙ ОТРАСЛИ

Выговская Наталия Георгиевна
доктор экономических наук, профессор

e-mail: vygng@ukr.net

ORCID ID: 0000-0001-7129-6169

Выговский Владимир Георгиевич
кандидат экономических наук, доцент

e-mail: vygovskyy2008@ukr.net

ORCID ID: 0000-0001-5642-0774

Выговская Елена Анатольевна
аспирантка

e-mail: alenavygovska@gmail.com

ORCID ID: 0000-0002-7905-0494

Государственный университет «Житомирская политехника»

ул. Чудновская, 103, Житомир, 10005, Украина

Работа посвящена анализу и разработке финансового механизма внедрения облигаций местных займов. Авторами обобщено понятие «облигации местных займов» и определены преимущества и недостатки в процессе внедрения облигаций местных займов на предприятиях транспортной отрасли. Доказано, что облигации местных займов – один из самых эффективных финансовых инструментов, используемых органами местного самоуправления для привлечения дополнительных источников финансового обеспечения субъектов хозяйствования транспортной отрасли. Выявлены сложности применения облигаций местных займов по четырем соответствующим направлениям: организационные, финансовые, инвестиционные и региональные. Систематизированы преимущества внедрения облигаций местных займов на различных уровнях: государственном, региональном и на уровне эмитента – городских органов самоуправления. Определено, что существует ряд ограничений по выпуску облигаций местных займов на законодательном уровне относительно общего объема займов в местный бюджет, расходы местного бюджета не могут превышать 10 процентов расходов общего фонда на обслуживание местного долга и временные ограничения.

Разработан организационный механизм внедрения облигаций местных займов и учтены расходы органов местной власти в процессе их эмиссии. Определено, что при эмиссии облигаций местных займов эмитент осуществляет расходы на основные или дополнительные услуги. Значительную часть расходов эмитент осуществит в процессе организации регистрации выпуска облигаций местных займов, на услуги андеррайтера и финансового консультанта.

Обоснована реализация финансового механизма внедрения облигаций местных займов через определенные формы взаимодействия, которые предлагается рассматривать с точки зрения движения денежных средств, предоставление прав на облигации и информационных потоков. Предложен финансовый механизм внедрения облигаций местных займов для субъектов хозяйствования транспортной отрасли. В рамках механизма внедрения облигаций местных займов главными его участниками являются эмитент, инвестор и профессиональные посредники, а в качестве элементов рыночных институтов – управляющие органы: фондовый рынок, депозитарий и регистратор.

На основе финансового механизма реализации облигаций местных займов систематизированы этапы финансового обеспечения облигаций местных займов в соответствии с их целью и функции участников механизма. Важной особенностью механизма финансирования субъектов хозяйствования транспортной отрасли является поэтапный характер его реализации.

Ключевые слова: облигации местных займов, финансовый механизм, транспортная отрасль.

JEL Classification: R42; H74; H72.

FINANCIAL MECHANISM FOR THE IMPLEMENTATION OF LOCAL LOAN BONDS IN THE TRANSPORT INDUSTRY

Nataliia Vyhovska

D.Sc. (Economics), Professor

e-mail: vygng@ukr.net

ORCID ID: 0000-0001-7129-6169

Volodymyr Vyhovskyi

PhD (Economics), Associate Professor

e-mail: vygovskyy2008@ukr.net

ORCID ID: 0000-0001-5642-0774

Olena Vyhovska

Postgraduate Student

e-mail: alenavygovska@gmail.com

ORCID ID: 0000-0002-7905-0494

Zhytomyr Polytechnic State University

103, Chudnivska str., Zhytomyr, 10005, Ukraine

The article focuses on the analysis and development of the financial mechanism for the introduction of local loan bonds. The author generalizes the concept of «local loan bonds» and identifies the advantages and disadvantages in the process of implementing local loan bonds in the transport industry. The author claims that local loan bonds are one of the most effective financial instruments used by local governments to attract additional sources of financial support for businesses in the transport sector. The application of local bonds in four relevant areas has organizational, financial, investment, and regional difficulties. The article has systematized advantages of local loan bonds introduction at different levels, among them state, regional, and for the issuer, that is for city self-government bodies. It has determined that there are a number of restrictions on the issuance of local bonds at the legislative level on the total amount of loans to the local budget, local budget expenditures may not exceed 10 percent of the general fund expenditures on local debt service and time limits.

The article suggests an organizational mechanism of local loan bonds introduction and considers expenses of local authorities in the course of their issue. It has determined that during the issue of local bonds the issuer incurs costs for basic or additional services. The issuer will make a significant part of the costs in the process of organizing the registration of the issue of local loan bonds, for the services of an underwriter and financial advisor. The implementation of the financial mechanism for the local loan bonds introduction through certain forms of interaction is explicated in terms of cash flows, bond rights and information flows. The financial mechanism of introduction of bonds of local loans for subjects of managing of transport branch is offered. Within the mechanism of introduction of local bonds, its main participants are the issuer, investor and professional intermediaries, and as elements of market institutions – governing bodies: the stock market, the depository and the registrar. On the basis of the financial mechanism of local loan bonds implementation, the stages of financial support of local loan bonds are systematized in accordance with their purpose and functions of the mechanism participants. An important feature of the mechanism of financing of economic entities of the transport industry is the gradual nature of its implementation.

Keywords: Local Bonds, Financial Mechanism, Transport Industry.

JEL Classification: R42; H74; H72.

Вступ. В сучасних умовах господарювання підприємства транспортної галузі опинилися в складному становищі, що спричинене значним зносом рухомого складу, матеріально-технічної бази, проблемами недофінансування основних фондів на державному рівні та відсутністю фінансових можливостей акумулювання коштів в регіонах. Традиційні джерела фінансового забезпечення перевезень громадським транспортом (кошти місцевих бюджетів, внутрішні джерела фінансу-

вання, грантові кошти на розвиток транспортної інфраструктури) не сприяють ефективному функціонуванню транспортних підприємств. Це обумовлює пошук та необхідність впровадження нових фінансових інструментів місцевого значення для залучення додаткових джерел фінансування. Незважаючи на значну кількість наукових досліджень з окресленої тематики, залишається невирішеними низка питань щодо можливостей застосування місцевих облігацій, зокрема: від-

сутній чіткий фінансовий механізм їх впровадження на регіональному рівні; наявний низький рівень довіри до органів місцевого самоврядування з боку потенційних інвесторів через фінансові обмеження місцевого бюджету; недостатньо ефективний фінансовий менеджмент на регіональному рівні тощо. Наявність невирішених організаційних, фінансових, правових питань, пов'язаних із впровадженням облігацій місцевої позики (ОМП) для транспортної галузі, та необхідність їх розв'язання обумовлює актуальність теми дослідження.

Метою статті є формування механізму фінансового забезпечення транспортних підприємств шляхом впровадження облігацій місцевих позик. Завданнями дослідження в межах поставленої мети є: 1) оцінка різновидів облігацій місцевих позик для визначення оптимальних фінансових інструментів для оновлення та модернізації основних фондів комунальних транспортних підприємств; 2) оцінка переваг та складнощів при впровадженні ОМП на рівні різних суб'єктів (регіону, інвестора, держави, транспортного комунального підприємства); 3) розробка організаційних засад впровадження облігацій місцевих позик (ОМП) для транспортної інфраструктури; 4) формування фінансового механізму використання облігацій місцевих позик (ОМП).

Предметом дослідження є теоретичні та прикладні питання фінансового забезпечення транспортної галузі на регіональному рівні. Об'єктом дослідження є фінансовий механізм впровадження облігацій місцевих позик для транспортної галузі.

Огляд літератури. Дослідженню питань облігацій місцевих позик приділено значну увагу у наукових працях вітчизняних та зарубіжних вчених. Дослідженням ринку облігацій місцевих позик займалися науковці А. М. Барабан, О. М. Катасонова, В. І. Козак, С. О. Москвін та В. В. Посполітак.

Група авторів В. І. Козак, С. О. Москвін та В. В. Посполітак (2017) розглянули практичні питання емісії облігацій місцевих позик в Україні. О. М. Катасонова (2010) розглядає проблеми формування дохідної частини місцевих бюджетів. А. М. Барабан (2011) вивчає питання випуску муніципальних цінних паперів та їх ролі на ринку місцевих запозичень. Автором визначено головні переваги та проблеми їх розвитку на фондовому ринку України.

У працях М. Атарда та С. Ісона проведено дослідження в галузі фінансів транспортного бізнесу та особливостей фінансового управління на мікрорівні (Attard & Ison, 2020). Питання аналізу боргового навантаження компаній та проблеми неоднорідності боргового рівня в різних секторах економіки висвітлено

в роботах С. Попової, Н. Карлової, А. Пономаренко та Є. Дерюгіної (Popova, Karlova, Ponomarenko, & Deryugina, 2017). У дослідженні З. Бурика, В. Баштанника та Ф. Рагімова (Buryk, Bashtannyk, & Ragimov, 2019) розглядаються особливості впливу державного боргу на економічне зростання держав. Автори доводять низький рівень розвитку внутрішніх запозичень у країнах з низьким та середнім доходом, що у розвинених країнах дозволяє урядам фінансувати інвестиційні проекти на основі місцевих позик, збільшувати боргове навантаження в умовах економічного спаду. Дж. Темпл (Temple, 1994) розкриває сутність фінансового механізму залучення коштів державними та місцевими органами влади шляхом випуску місцевих облігацій. Автор представляє модель залежності держави та місцевого самоврядування від запозичень, при якій оптимальна частка боргу у фінансуванні капітальних інвестицій залежить від відносних витрат податків та боргового фінансування. Дослідженню питань випуску державних облігацій в умовах дефолту приділили Н. Геннаїолі, А. Мартін та С. Росі (Gennaioli, Martin, & Rossi, 2018). Авторами емпірично проаналізовано володіння суверенними облігаціями понад 20 000 банків у 191 країні та розкрито роль цих облігацій у 20 державних дефолтах, які відбувались протягом 1998 і 2012 років. З. Сена, Дж. Панб, А. Ванга та Кс. Сенб (Chena, Panb, Wang, & Shenb, 2016) присвятили роботу розкриттю змісту державної фінансової інформації та визначенню вартості боргового фінансування органів місцевого самоврядування. Авторами наведено емпіричні докази доцільності застосування місцевих фінансових облігацій в галузі регіонального будівництва.

Автори розглянули облігації місцевих позик з точки зору залучення коштів державними та місцевими органами влади, але не окресленими залишилися питання облігацій місцевих позик в транспортній галузі.

Методологія дослідження. Для вирішення поставлених завдань було використано сукупність загальнонаукових методів та спеціальних прийомів дослідження: аналізу, синтезу та порівняльного аналізу (для ідентифікації переваг та недоліків впровадження облігацій місцевої позики на різних рівнях); метод структурного моделювання (при розробці фінансового механізму впровадження облігацій місцевої позики та формалізації наявних зв'язків між суб'єктами запропонованого механізму – емітентом, інвестором, професійними посередниками, а також іншими суб'єктами фондового ринку); метод системного аналізу (при виявленні складнощів застосування облігацій місцевих позик за чотирма напрямками: організаційним, фінансо-

вим, інвестиційним та регіональним); логічного узагальнення та формалізації (при визначенні основних етапів фінансового забезпечення облігацій місцевої позики).

Основні результати. Прийняття Закону України «Про добровільне об'єднання територіальних громад» стало першим кроком до впровадження процесів децентралізації, а місцеве самоврядування отримало значні переваги у прийнятті рішень щодо напрямів використання бюджетних коштів. Адже акумулювання коштів у державному бюджеті обмежувало можливості для фінансування проєктів на регіональному рівні з місцевих бюджетів.

Відповідно до Закону України «Про місцеве самоврядування в Україні» органи місцевої влади беруть участь у фінансово-кредитних відносинах. В умовах децентралізації місцева влада отримує ефективний фінансовий інструмент для диверсифікації інвестиційних можливостей – місцеві облігації.

Облігації місцевих позик – це позика, яку надають органи місцевого самоврядування з метою спрямування коштів для виконання цільових програм міста на об'єктах місцевого значення та на умовах повернення, платності, строковості. Облігації місцевих позик можуть випускатися лише в бездокументарній формі та номіновані у національній або іноземній валюті за погодження Міністерства фінансів України. Емітентом ОМП виступає місцеве самоврядування.

Відповідно до чинного законодавства метою місцевих позик може бути залучення фінансування бюджету розвитку, реконструкції чи оновлення пріоритетних об'єктів місцевого значення з урахуванням потреб територіальної громади. Обслуговування місцевого боргу, що виникає після випуску облігацій місцевої позики, здійснюється за рахунок загального фонду бюджету міської ради.

Впровадження місцевих позик регламентується положеннями Бюджетного кодексу України та Порядком здійснення місцевих позик (постанова Кабінету Міністрів України № 110 від 16.02.2011 р.). Порядок здійснення місцевих позик уточнює форми позик та алгоритм дій щодо їх випуску, а у Постанові зазначено повний перелік документації для подання в Міністерство фінансів України, щодо погодження обсягів та умов здійснення позики.

Підвищення ефективності впровадження облігацій місцевих позик має відповідати таким принципам: прозорості, цільового призначення, фактору неупередженості під час обрання виконавців проєкту, забезпечення рівних умов для потенційних учасників у конкурсі, детального визначення джерел оплати боргу, збалансованого характеру дії позики та тривалості використання об'єкту.

На законодавчому рівні існує ряд обмежень щодо випуску облігацій місцевих позик:

- загальний обсяг позик до місцевого бюджету через випуск ОМП не повинен бути більше за обсяг дефіциту бюджету розвитку спеціального фонду місцевого бюджету на відповідний рік;

- видатки місцевого бюджету на обслуговування місцевого боргу не можуть перевищувати 10 % видатків загального фонду місцевого бюджету протягом будь-якого бюджетного періоду, під час якого здійснюється обслуговування місцевого боргу;

- сукупний обсяг місцевого боргу та гарантованого територіальною громадою міста боргу станом на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 200 % середньорічного індикативного прогнозного обсягу надходжень бюджету розвитку;

- за часовими обмеженнями всі процедури необхідно виконати протягом одного бюджетного року (Положення про порядок емісії облігацій внутрішніх місцевих позик та їх обігу, 2018).

Розміщення облігацій місцевих позик відбувається на зовнішньому та внутрішньому фондових ринках, а залежно від особливостей використання залучених коштів та джерел виплати боргових зобов'язань виокремлюють три види облігацій: загальні або недохідні, дохідні й змішані (табл. 1).

На випуск ОМП впливають багато зовнішніх і внутрішніх чинників: політична ситуація в країні, національне законодавство, розвиток фондового ринку, інституційні можливості місцевих органів влади. Зазначені види облігацій місцевих позик відрізняються ступенем ризиків та доходності від інвестиційних цільових проєктів. Найвищий ступінь ризиків для інвестора мають загальні або недохідні ОМП, що сприяє встановленню вищих відсоткових ставок. Дохідні ОМП мають нижчий ступінь ризику через заздалегідь визначені джерела погашення відсоткового доходу й облігацій, що зумовлює нижчий рівень доходності відповідно. Найнижчу відсоткову ставку мають змішані ОМП, які прийнято вважати найнадійнішими для інвесторів.

ОМП можуть бути емітовані як зовнішні і внутрішні місцеві позики, а органи місцевого самоврядування мають право розміщувати відсоткові, дисконтні, іменні та облігації на пред'явника із фіксованим строком погашення, що є одним для всього випуску облігацій (Верховна Рада України, 2006). Облігації місцевих позик можуть бути розміщені публічним та приватним способами. При публічному розміщенні пропозиція продажу доступна необмеженій кількості осіб, а при приватному – серед визначеного кола покупців, але не більше 150 осіб.

Вважаємо доцільним використовувати для суб'єктів господарювання транспортної галузі дохідні облігації, що гарантують дохідність від цільового об'єкту та мають значну перевагу у вигляді відсутності обмежень щодо

випуску цього виду облігацій. Таке спрямування облігацій стимулюватиме до залучення інвесторів, які здатні реально оцінити операційні ризики.

Таблиця 1

Різновиди облігацій місцевих позик
Varieties of local bonds

№	Види облігацій	Об'єкти інвестування	Джерело виплати боргових зобов'язань
1.	Загальні, або недохідні облігації (англ. General obligation bonds)	Об'єкти або послуги, що вигідні значній частині територіальної громади (громадська безпека, вулиці та мости, публічні парки, місця дозвілля тощо)	Продаж комунального майна або поточні доходи місцевого бюджету
2.	Дохідні облігації (англ. Revenue bonds)	Капітальні інвестиції, що дають вигоди певній групі користувачів, які відшкодовують такі інвестиції через плату за отримані послуги (муніципальні аеропорти, громадський транспорт, системи водопостачання та водовідведення, спортивні заклади тощо)	Майбутній потік доходів від створених об'єктів
3.	Змішані облігації (англ. Hybrid bonds)	Інвестиції в об'єкти, які генеруватимуть змішані блага, або рефінансування загальних чи дохідних облігацій для реструктуризації місцевого боргу (у разі зниження ринкових відсоткових ставок, для відтермінування строків погашення)	Продаж комунального майна або поточні доходи місцевого бюджету чи майбутній потік доходів від створених об'єктів
Типи облігацій		Характеристика	
1.	Відсоткові облігації	Облігації підлягають поверненню номінальної вартості та здійсненню виплат відсоткових доходів.	
2.	Дисконтні облігації	Розміщення облігацій відбувається за ціною, що нижча від їх номінальної вартості. Дохід за облігаціями становить різницю між ціною купівлі та номінальною вартістю, що виплачується власнику облігацій.	
3.	Забезпечені облігації	Облігації вважаються забезпеченими порукою, якщо емітент визначив їх такими в рішенні про розміщення облігацій та проспекті їх емісії та уклав відповідний договір поруки з поручителем щодо забезпечення виконання зобов'язання з погашення основної суми боргу чи погашення основної суми боргу та виплати доходу за облігаціями.	
4.	Незабезпечені облігації	Незабезпечені боргові зобов'язання. В більшості випадків використовуються для фінансового забезпечення проектів, що не приносять доходів та/або не ставлять за мету отримати прибуток.	

Джерело: складено авторами на основі (Козак & Москвін, 2017).

Використовуючи облігації місцевих позик, міська влада отримує можливості фінансового забезпечення високовартісних проектів транспортної галузі (табл. 2). Впровадження облігацій місцевих позик сприятиме розвитку надання перевезень громадським транспортом на регіональному рівні. Варто зазначити, що випуск ОМП є важливим фінансовим інструментом для розвитку комунальних суб'єктів господарювання, до яких належать транспортні підприємства, адже надходження від їх діяльності у більшості випадків не покривають витрати на їх утримання.

Таким чином, у випуску облігацій місцевих позик мають бути зацікавлені українські міста, що потребують акумулювання значних

коштів на оновлення рухомого складу чи проведення ремонтних робіт по реставрації існуючої матеріально-технічної бази в короткостроковому періоді.

Однією з переваг використання ОМП для комунальних підприємств, у порівнянні з банківською позикою, є сплата менших відсотків за позикою. Відсоткова ставка ОМП має плаваючий характер та визначається для певного відсоткового періоду з урахуванням розміру облікової ставки Національного банку України з комісією банку. Операції з ОМП вигідні для всіх учасників емісії облігацій: банк може передавати в заставу ідентичну суму та отримати рефінансування, а також отримує відсоток від комісії; міські органи влади отримує найдешевші кошти.

Варто зазначити, що рівень кредитування інфраструктурних проектів банківськими уста-

новами досить низький через високий ступінь ризиків неповернення коштів та довгостроковий характер.

Таблиця 2

Переваги впровадження ОМП на різних рівнях
Advantages of local loan bonds implementation at different levels

№ з/п	Суб'єкт	Переваги
1.	Для інвестора	– ОМП має достатню ліквідність і користується попитом на вторинному ринку цінних паперів; – є надійним фінансовим інструментом у порівнянні з корпоративними облигаціями та акціями.
2.	Для держави	– зростання зацікавленості в надійних та ліквідних цінних паперах серед національних інвесторів; – розвиток інфраструктури за рахунок регіональних інструментів без втручання держави; – популяризація позитивного досвіду використання ОМП для територіальних громад України.
3.	Для регіону / Для емітенту	– через впровадження ОМП покриваються потреби у фінансовому забезпеченні проектів, що важливі для територіальної громади, але не мають суттєвого значення на державному рівні (зокрема, громадський транспорт); – випуск ОМП стимулює фінансування довгострокових проектів, що потребують значних коштів та тривалого терміну окупності; – досвід емісії ОМП підвищує рівень кредитоспроможності та довіри кредиторів до місцевого самоврядування; – оплата відсотків здійснюється за встановленим графіком, що визначений емітентом, а не кредитором, що дає можливість місцевим бюджетам контролювати власні грошові потоки; – місцева влада налагоджує взаємовідносини з інвесторами; – механізм реалізації позик через випуск ОМП можна максимально адаптувати до інвестиційних потреб на регіональному рівні; – ОМП є доцільними для капітальних видатків органів місцевого самоврядування через довгостроковий характер вигоди від користування створеними благами чи задоволення потреб громади.
4.	Для транспортного підприємства (комунального)	– цільовий характер ОМП; – оновлення рухомого складу та матеріально-технічної бази комунальних суб'єктів господарювання транспортної галузі; – створення додаткових робочих місць на підприємстві транспортної галузі; – підвищення дохідності суб'єктів господарювання комунальної власності.

Обмеженість у коштах місцевих бюджетів не дозволяє в повному обсязі реалізувати фінансове забезпечення інфраструктурних проектів регіонального значення. Фінансові та банківські установи надають перевагу в кредитуванні проектам інших напрямів, адже фінансові ризики та довгостроковий характер інфраструктурних цільових програм зумовлюють ймовірність неповернення коштів.

Для успішної реалізації цільових програм з розвитку інфраструктурних проектів місцевими органами влади більш доцільним є залучення додаткових коштів шляхом випуску облигацій місцевих позик, але в процесі їх впровадження виникають складнощі (табл. 3).

Систематизовано складнощі застосування облигацій місцевих позик за чотирма

відповідними напрямками: організаційні, фінансові, інвестиційні та регіональні. Важливим аспектом у застосуванні ОМП є відсутність фахівців, які мають суттєвий досвід впровадження місцевих позик від початкового етапу до повної виплати за борговими зобов'язаннями та закритті проекту. Вважаємо доцільним створити департамент з облигацій при міській раді, що стане важливим кроком у розвитку ринку цінних паперів, як на регіональному, так і на державному рівнях.

Важливим аспектом у досягненні поставлених задач в реалізації проектів від здійснення ОМП є високий рівень фінансового менеджменту міських органів влади на всіх етапах впровадження.

Складнощі застосування ОМП
Difficulties of LLB application

№ з/п	Характер проблеми	Зміст проблеми
1.	Організаційний	- недостатній рівень досвіду використання місцевих позик на фінансовому ринку; - складний алгоритм процедури емісії ОМП, зокрема, оцінювання ризиків інвестиційного проекту; - відсутність досвідчених фахівців для впровадження механізму місцевих позик; - низький рівень фінансового менеджменту місцевого самоврядування.
2.	Фінансовий	- ризики, пов'язані з неефективним використанням цільової позики; - низький рівень ліквідності державного ринку цінних паперів та облігацій місцевих позик; - зростання ризику несвоєчасного здійснення оплати відповідно боргових зобов'язань; - низький рівень управління коштами резервних фондів позик; - ризик зменшення обсягів фінансування поточних видатків муніципалітету.
3.	Інвестиційний	- низький рівень довіри до місцевого самоврядування від потенційних інвесторів через фінансові обмеження місцевого бюджету; - недостатній рівень захисту прав інвесторів на законодавчому рівні; - погіршення інвестиційного клімату в країні через утворення надмірного місцевого боргу; - відсутність процедури захисту інвестора з контролю за використанням цільових коштів.
4.	Регіональний	- зниження кредитного рейтингу міста внаслідок утворення надмірного місцевого боргу; - зростання залежності місцевих органів влади від центрального уряду внаслідок утворення надмірного місцевого боргу.

Головними фінансовими проблемами ОМП є ризики, що пов'язані з ймовірністю нецільового використання коштів, та ліквідація заборгованості. Вирішення зазначених проблем має взяти на себе держава шляхом посилення контролю реалізації місцевих позик через планування витрат, що фінансуються позиками; зобов'язати емітента здійснювати якісний та кількісний аналіз погашення боргів у вигляді надання щоквартального звіту. Організаційні засади впровадження облігацій місцевих позик (ОМП) для транспортної інфраструктури представлено на рис. 1.

На початковій стадії пошуку альтернативних джерел фінансового забезпечення суб'єктів господарювання транспортної галузі постає питання вибору фінансово-економічних інструментів, що будуть вигідні для всіх учасників інвестиційного процесу. Першим кроком до визначення можливості залучення ОМП є дослідження ситуації на ринку, а саме: врахування інфляційних процесів, оцінка політичної стабільності, стан нормативно-правового поля, в якому здійснюється випуск облігацій.

Важливим кроком на етапі прийняття управлінського рішення щодо впровадження ОМП є глибокий аналіз ризиків та зисків, які потенційно може отримати транспортне підприємство від емісії та обігу цінних паперів.

Визначення та врахування ризиків для всіх учасників впровадження ОМП є запорукою створення ліквідного інструменту.

Таким чином, ризики можна класифікувати на зовнішні та внутрішні: зовнішні ризики не залежать від органів місцевої влади, як емітента, та можуть бути ліквідовані виключно при залученні інших установ, мають однаковий вплив на інвестора й емітента; внутрішні ризики є результатом діяльності емітента, мінімізація таких ризиків тісно пов'язана з інвестиційною політикою міської влади. Управлінське рішення щодо випуску облігацій місцевих позик потребує обґрунтованого дослідження та з урахуванням всіх зовнішніх і внутрішніх ризиків та зисків для інвестора, органів місцевого самоврядування та транспортного підприємства.

На другій стадії впровадження ОМП проводяться наступні кроки:

1) органами місцевого самоврядування (емітентом) розробляється проект рішення про обсяги та умови здійснення позики;

2) Міністерством фінансів України здійснюються погоджувальні процедури щодо умов та обсягів позики;

3) органами місцевого самоврядування (емітентом) приймається рішення про обсяг та умови здійснення ОМП.

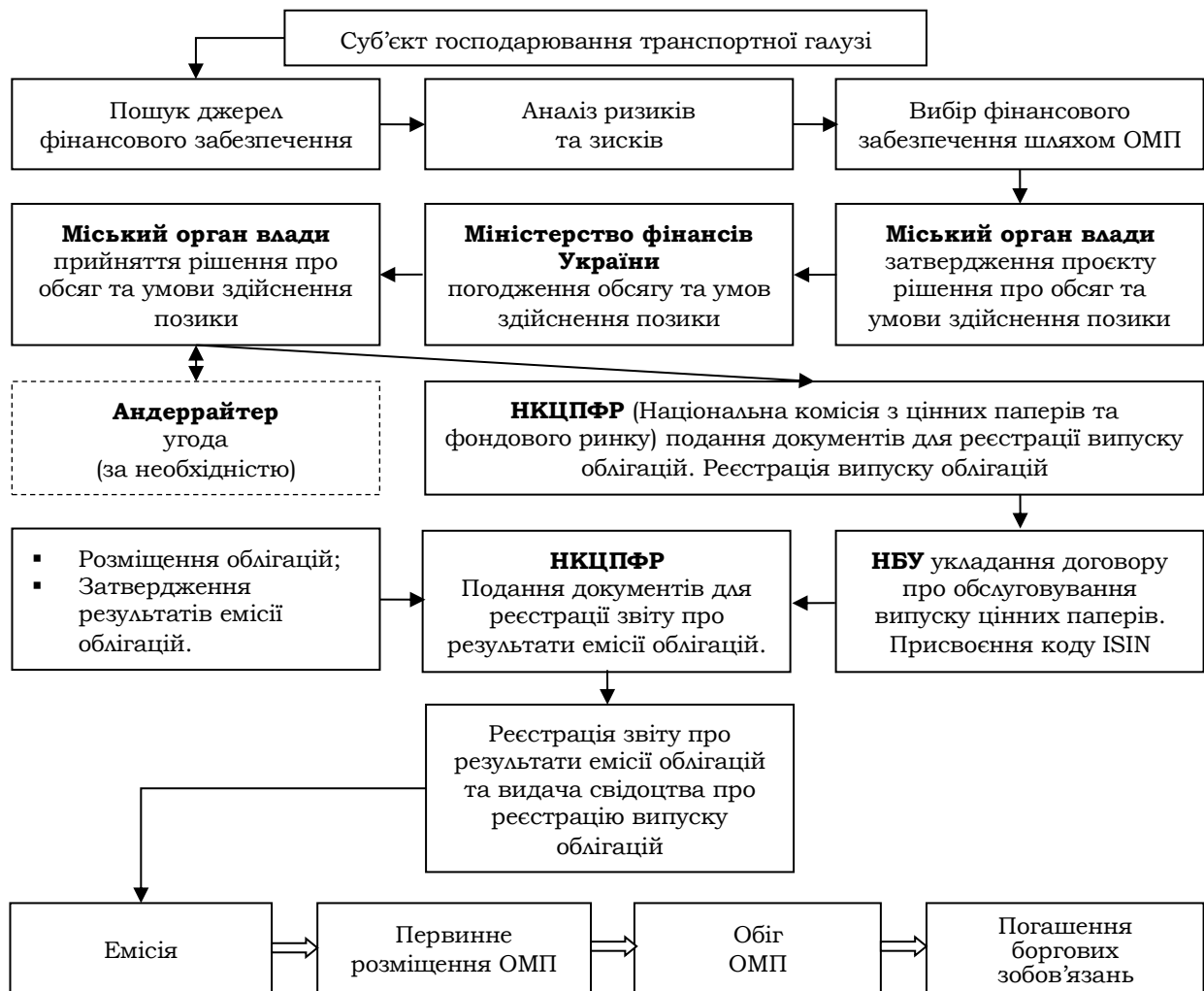


Рис. 1. Організаційні засади впровадження облігацій місцевих позик (ОМП) для транспортної інфраструктури

Fig. 1. Organizational principles of implementation of local loan bonds (LLB) for transport infrastructure

Розробка проекту рішення про обсяги та умови здійснення позики включає: окреслення пріоритетних завдань та цілей випуску ОМП; визначення потенційних інвесторів; деталізація характеристик емісії; аналіз та оцінка ефективності проекту.

Варто зазначити, що важливим кроком у прийнятті рішень щодо об'єктивної оцінки здійснення всіх стадій на шляху до впровадження ОМП є звернення місцевих органів влади до послуг фінансового консультанта або андеррайтера.

Андеррайтером може бути виключно особа, яка у встановленому порядку одержала ліцензію на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів – діяльності по випуску та обігу цінних паперів (торговець цінними паперами) (Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій підприємств, 2003).

На українському ринку цінних паперів андеррайтерами виступають банківські установи. У разі емісії облігацій фондів місцевого

розвитку шляхом публічної пропозиції розміщення облігацій здійснюється емітентом із залученням андеррайтера. У цьому випадку істотною умовою договору андеррайтингу є гарантування андеррайтером повного продажу облігацій емітента інвесторам, у тому числі повний чи частковий їх викуп за фіксованою ціною з подальшим перепродажем (Козак & Москвін, 2017).

Після детального дослідження вказаних факторів приймається рішення про затвердження проекту та відправку його на погоджувальні процедури в Міністерство фінансів України відповідно до вимог Бюджетного кодексу.

Погодження Міністерством фінансів умов та обсягів позики дозволяє подати документи до реєструвального органу Національної комісії з цінних паперів та фондових ринків (НКЦПФ) для реєстрації випуску облігацій місцевих позик.

В зобов'язання емітента входить укла-

дання договору з НБУ про обслуговування випуску цінних паперів. Депозитарне обслуговування облігацій місцевих позик здійснює Національний банк України (НБУ), зокрема, Управління депозитарної діяльності НБУ.

Відповідність законодавству України та вимогам НКЦПФР дозволяє в період до 25 робочих днів від дня подання заяви здійснити

реєстрацію інформації про емісію ОМП.

Відповідно до даних Національного депозитарію України та Акціонерного товариства «Фондова біржа ПФТС» в процесі емісії ОМП місцеві органи самоврядування в статусі емітента можуть здійснювати наступні витрати, представлені в табл.4.

Таблиця 4

Витрати органів місцевої влади в процесі емісії ОМП
Expenditures of local authorities in the process of issuance LLB

№	Характеристика витрат	Вартість (тариф), грн.	Умови нарахування
1.	Призначення міжнародного ідентифікаційного номеру цінних паперів	1975 грн.	За один код
2.	Депонування глобального сертифікату	600 грн.	За одну операцію
3.	Депонування тимчасового глобального сертифікату	600 грн.	За одну операцію
4.	Засвідчення звіту про результати розміщення/погашення цінних паперів емітента або засвідчення проспекту емісії акцій, щодо яких прийнято рішення про приватне розміщення, та проспекту емісії акцій, щодо яких прийнято рішення про публічне розміщення	550 грн.	За один випуск
5.	Підключення та підтримка терміналу для доступу до торговельної системи фондової біржі	1720 грн.	Місяць
6.	Включення ЦП до Біржового списку – послуга передбачає проведення експертизи	500 грн.	Одноразово
7.	Контроль за відповідністю цінних паперів вимогам знаходження у Біржовому списку	1000 грн.	Рік
8.	Переведення цінних паперів до Біржового реєстру (послуга передбачає проведення експертизи і надається протягом 5 робочих днів з моменту отримання від заявника необхідних документів)	500 грн.	Одноразово
9.	Офіційні результати торгів для членів Біржі	безкоштовно	Постійно
10.	Послуги андеррайтера	0,1 – 10 % від номінальної вартості розміщених облігацій або від суми, на яку розміщено облігації (за домовленістю сторін)	Згідно договору
11.	Організація реєстрації випуску	Від 5 000грн до 200 000 грн	Згідно договору
12.	Послуги фінансового консультанта	Від 5 000 грн до 300 000 грн	Згідно договору

Джерело: складено авторами на основі (Положення про порядок випуску облігацій підприємств, 2003)

Визначено, що під час емісії облігацій місцевих позик емітент здійснює витрати на основні або додаткові послуги. Значну частину витрат емітент здійснить в процесі організації реєстрації випуску ОМП, на послуги андеррайтера та фінансового консультанта.

Вирішення проблеми відсутності досвідчених фахівців для впровадження механізму місцевих позик дозволить скоротити витрати на випуск облігацій місцевих позик. Створення департаменту з облігацій при міській раді сприятиме підвищенню рівня довіри територіальної громади до операцій з цінними

паперами; стимулюватиме потенційних інвесторів до участі у прозорих та ефективних проектах; дозволить суб'єктам господарювання транспортної галузі забезпечити стає відтворення основних фондів та збільшити доходи.

В межах механізму впровадження облігацій місцевих позик головними його учасниками є емітент, інвестор та професійні посередники, а в якості елементів ринкових інститутів – керуючі органи: фондовий ринок (біржа), депозитарій та реєстратор (рис. 2).

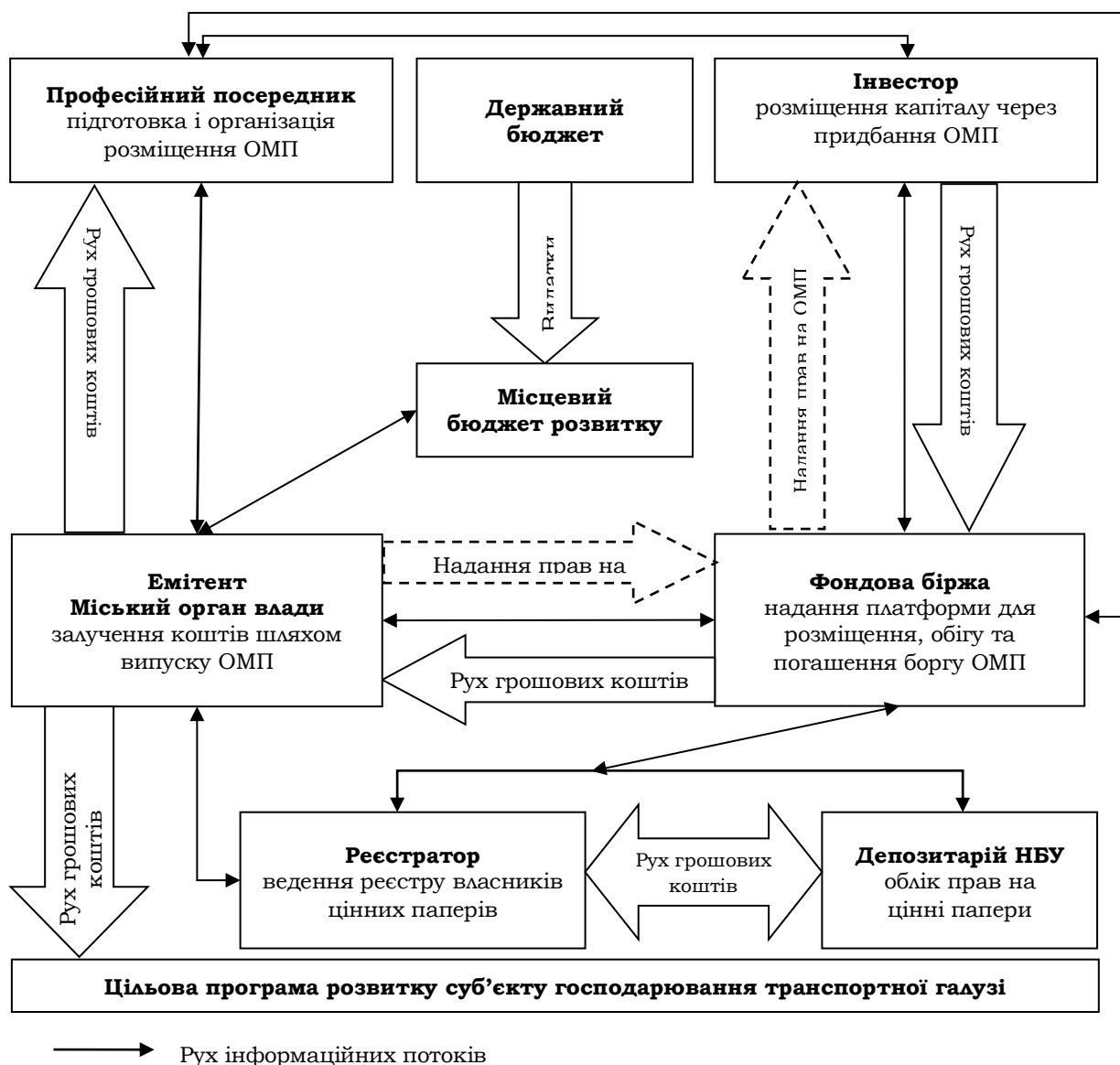


Рис. 2. Фінансовий механізм впровадження облігацій місцевих позик (ОМП)
Fig. 2. Financial mechanism for the introduction of local loan bonds (LLB)

Форми взаємодії в рамках механізму ОМП пропонується розглядати з позиції руху грошових коштів, надання прав на облігації та інформаційних потоків, що відображають взаємозалежність та взаємозв'язки в умовах використання облігацій місцевих позик.

Таким чином, з позиції руху грошових коштів під час залучення ОМП суб'єктами господарювання транспортної галузі загальні методи фінансового розподілу залишаються сталими: кінцевим одержувачем фінансового забезпечення є емітент – місцевий орган влади.

Оплату платежів за послуги депозитарію та реєстратора здійснює інвестор, а витрати на призначення міжнародного ідентифікаційного номеру цінних паперів, депонування глобального/тимчасового глобального сертифікату, організацію реєстрації випуску, послуги андеррайтера та консультанта оплачує місцеve самоврядування як емітент (табл. 4).

Фінансові надходження від розміщення

облігацій місцевих позик, які отримує емітент, залучаються для фінансування бюджету розвитку на реалізацію цільових програм.

Державні видатки на обслуговування місцевого боргу, що виникає після продажу ОМП першим власникам, здійснюються за рахунок коштів загального фонду місцевого бюджету.

Визначено, що механізм фінансового забезпечення облігацій місцевих позик характеризується складною та ефективною системою взаємодії його окремих елементів з точки зору руху грошових коштів, надання прав на облігації та інформаційних потоків.

Важливою особливістю механізму фінансування суб'єктів господарювання транспортної галузі є поетапний характер його реалізації. Пропонуємо виділити п'ять етапів фінансового забезпечення облігацій місцевих позик відповідно до мети та функцій кожного учасника процесу реалізації ОМП (рис. 3).

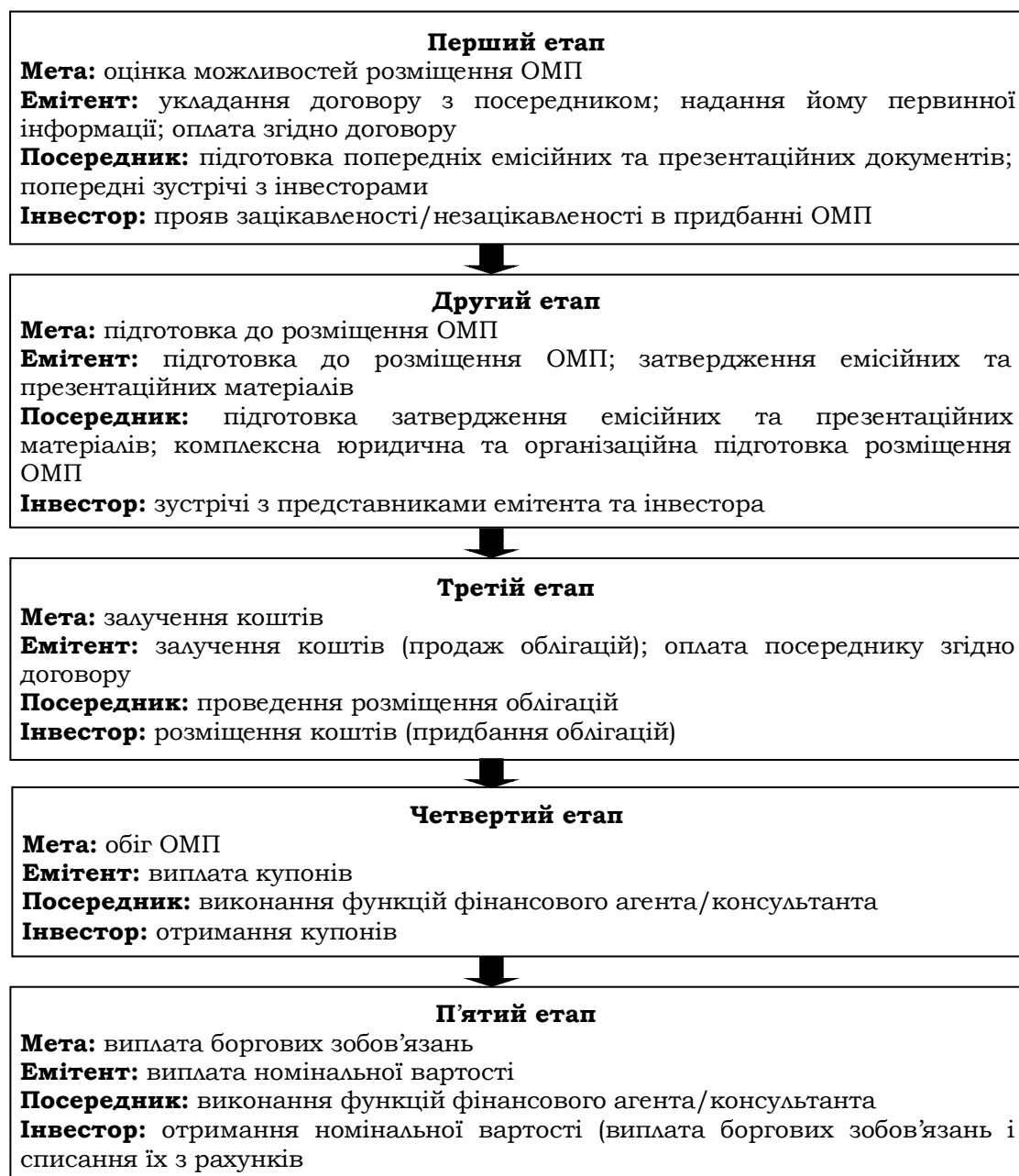


Рис. 3. Основні етапи фінансового забезпечення ОМП
 Fig. 3. The main stages of financial support LLB

Дані рис. 3 свідчать, що особливістю механізму фінансового забезпечення ОМП для транспортних суб'єктів господарювання є поетапний характер реалізації.

На першому етапі здійснюється оцінка можливості залучення ОМП суб'єктом господарювання транспортної галузі. На цьому етапі відбувається попередній аналіз потенційного попиту на купівлю цінних паперів інвестором, здійснюється оцінка можливості інвестора задовольнити попит емітента на ресурси та підготовка емісійних та презентаційних документів.

Другий етап включає підготовку розміщення облігацій емітентом: визначення пара-

метрів випуску ОМП та коло потенційних інвесторів. Результатом другого етапу є повна готовність емітента до розміщення облігацій, що ґрунтується на висновках професійних посередників.

Третій етап включає розміщення ОМП та виникнення у емітента боргових зобов'язань по обслуговуванню облігацій.

Найтривалішим етапом механізму фінансового забезпечення ОМП є четвертий етап: обіг облігацій. Протягом цього часу емітент, у особі міських органів влади, здійснює виплату за борговими зобов'язаннями.

П'ятий етап – погашення боргу емітентом перед інвестором у розмірі номінальної вартості ОМП. Таким чином, всі етапи механізму

фінансового забезпечення ОМП пов'язані метою, що стоїть перед емітентом для досягнення поставлених завдань у випуску цінних паперів.

Висновки. Обґрунтовано, що облігації місцевих позик є одним із найефективніших фінансових інструментів, що використовуються органами міської влади для залучення додаткових джерел фінансового забезпечення суб'єктів господарювання транспортної галузі.

Виявлено, що головними організаційними складнощами застосування ОМП є відсутність досвідчених фахівців для впровадження механізму місцевих позик. Запропоновано створення департаменту з облігацій при міській раді, що сприятиме підвищенню

рівня довіри жителів міста до операцій з цінними паперами, стимулюватиме потенційних інвесторів до участі у ефективних проектах та надасть новий поштовх до розвитку транспортним підприємствам. Це дозволить скоротити витрати органів місцевого самоврядування в процесі емісії ОМП.

Визначено, що фінансовий механізм впровадження облігацій місцевих позик має складну структуру через значну кількість учасників та форм взаємодії між ними. Запропоновано п'ять основних етапів фінансового забезпечення ОМП, кожен з яких має визначену мету та характеризується особливостями, що відрізняють фінансування з використанням облігацій від джерел фінансового забезпечення транспортних підприємств.

Література

1. Катасонова О. М. Актуальні проблеми формування дохідної частини місцевих бюджетів. *Економічний простір*. 2010. № 12. С. 114–118.
2. Про затвердження Положення про порядок емісії облігацій внутрішніх місцевих позик та їх обігу : Положення від 14.06.2018р. № 391 / НКЦПФР. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0808-18#Text> (дата звернення: 26.11.2020).
3. Барабан А. М. Перспективи розвитку ринку муніципальних цінних паперів в Україні. *Фінансовий простір*. 2011. № 4(4). С. 15–21.
4. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV. *Відомості Верховної Ради України*. № 31. 268 с.
5. Балдич Н., Гринчук Н., Ходько Н., Чорній Л., Глібішук Я. Місцевий економічний розвиток: Фінансово-кредитні інструменти фінансування МЕР : навч. посіб. Київ: Проміс, 2020. 96 с.
6. Козак В., Москвін С., Посполітак В. Емісія облігацій комунальних підприємств та місцевих позик. Київ : DESPRO, 2017. 106 с.
7. Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій підприємств : Положення від 17.07.2003 № 322 / ДКЦПФР. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0706-03> (дата звернення: 26.11.2020).
8. Attard M., Ison S. G. Urban transport. *Research in transportation business and management*. 2020. Vol. 36. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.rtbm.2020.100594>.
9. Popova S., Karlova N., Ponomarenko A., Deryugina E. Analysis of the debt burden in Russian economy sectors. *Russian Journal of Economics*. 2017. Vol. 3(4). P. 379–410. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ruje.2017.12.005>.
10. Buryk Z., Bashtannyk V., Ragimov F. Economic growth: macroeconomic effects of public borrowings at the global level. *Problems and perspectives in management*. 2019. Vol. 3. P. 169–183. DOI: [https://doi.org/10.21511/ppm.17\(3\).2019.14](https://doi.org/10.21511/ppm.17(3).2019.14).
11. Temple J. The debt/tax choice in the financing of state and local capital expenditures. *Journal of Regional Science*. 1994. Vol. 34(4). P. 529–547. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-9787.1994.tb00881.x>.
12. Gennaioli N., Martin A., Rossi S. Banks, government Bonds, and Default: What do the data Say? *Journal of Monetary Economics*. 2018. Vol. 98. P. 98–113. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2018.04.011>.
13. Chena Zh., Panb J., Wanga L., Shenb X. Disclosure of government financial information and the cost of local government's debt financing – Empirical evidence from provincial investment bonds for urban construction. *China Journal of Accounting Research*. 2016. Vol. 9(3). P. 191–206. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2016.02.001>.
14. Spilioti S., Vamvoukas G. The impact of government debt on economic growth: An empirical investigation of the Greek market. *Journal of Economic Asymmetries*. 2015. Vol. 12(1). P. 34–40. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2014.10.001>.
15. Бондарчук А. В. Державні цінні папери як інструмент боргової політики: міжнародний досвід. *Стратегічні пріоритети*. 2013. № 4(29). С. 22–28.
16. Пустовойт О. В. Економічне зростання України: проблеми та можливості прискорення. *Економіка і прогнозування*. 2017. № 4. С. 71–92. DOI: <https://doi.org/10.15407/eip2017.04.071>.
17. Золотухін Є. В. Компаративний аналіз зарубіжного досвіду функціонування ринків місцевих запозичень: уроки для України. *Інвестиції: практика та досвід*. 2017. № 11. С. 55–60.
18. Про затвердження положення про порядок здійснення емісії облігацій внутрішніх місцевих позик та їх обігу : Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 14.06.2018 № 391 / НКЦПФР. *Законодавство України*. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0808-18> (дата звернення: 26.11.2020).
19. Мазур І. І. Особливості становлення ринку муніципальних паперів в Україні. *Стратегічні пріоритети*, 2010. № 1. С. 23–28.
20. Стеценко Т. В. Безпечність здійснення місцевих запозичень в Україні. *Бізнесінформ*. 2014. № 3. С. 329–333.

References

1. Katasonova, O. M. (2010). Current problems forming the revenue side of local budgets. *Economichnyi prostir*, 12, 114-118. (in Ukrainian)
2. National Commission on Securities and Stock Market. (2018). Regulations on the procedure for issuing bonds of domestic local loans and their circulation. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0808-18#Text>. (in Ukrainian)
3. Baraban, L. M. (2011). Prospects for the development of the municipal securities market in Ukraine. *Finansovyi prostir*, 4(4), 15-21. (in Ukrainian)
4. Verkhovna Rada Ukrainy. (2006). Pro tsinni papery ta fondovyi rynok: Zakon Ukrainy vid 23.02.2006. № 3480-IV. *Vidomosti Verkhovnoi Rady Ukrainy*, 31, 268. (in Ukrainian)
5. Baldych, N., Hrynychuk, N., Hodko, N., Chorniy, L., & Hlibchuk, Ia. (2020). *Local economic development: Financial and credit financing instruments LED: manual*. KYIV: Promis. (in Ukrainian)
6. Kozak, V., Moskvina, S., & Pospolitak, V. (2017). *Issue of bonds of utility companies and local loans*. Kyiv: DESPRO. (in Ukrainian)
7. State Commission on Securities and Stock Market. (2003). On approval of the Regulations on the procedure for issuing corporate bonds. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0706-03>. (in Ukrainian)
8. Attard, M., & Ison, S. G. (2020). Urban transport. *Research in transportation business and management*, 36. doi: <https://doi.org/10.1016/j.rtbm.2020.100594>.
9. Popova, S., Karlova, N., Ponomarenko, A., & Deryugina, E. (2017). Analysis of the debt burden in Russian economy sectors. *Russian Journal of Economics*, 3(4), 379-410. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ruje.2017.12.005>.
10. Buryk, Z., Bashtannyk, V., & Ragimov, F. (2019). Economic growth: macroeconomic effects of public borrowings at the global level. *Problems and perspectives in management*, 3, 169-183. doi: [https://doi.org/10.21511/ppm.17\(3\).2019.14](https://doi.org/10.21511/ppm.17(3).2019.14).
11. Temple, J. (1994). The debt/tax choice in the financing of state and local capital expenditures. *Journal of Regional Science*, 34(4), 529-547. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1467-9787.1994.tb00881.x>.
12. Gennaioli, N., Martin, A., & Rossi, S. (2018). Banks, government Bonds, and Default: What do the data Say? *Journal of Monetary Economics*, 98, 98-113. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2018.04.011>.
13. Chena, Zh., Panb, J., Wanga, L., & Shenb, X. (2016). Disclosure of government financial information and the cost of local government's debt financing - Empirical evidence from provincial investment bonds for urban construction. *China Journal of Accounting Research*, 9(3), 191-206. doi: <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2016.02.001>.
14. Spilioti, S., & Vamvoukas, G. (2015). The impact of government debt on economic growth: An empirical investigation of the Greek market. *Journal of Economic Asymmetries*, 12(1), 34-40. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2014.10.001>.
15. Bondarchuk, A. V. (2013). Derzhavni tsinni papery yak instrument borhovoi polityky: mizhnarodnyi dosvid. *Strategy priorities*, 4(29), 22-28. (in Ukrainian)
16. Pustovoyt, O. V. (2017). Ekonomichne zrostannia Ukrainy: problemy ta mozhlyvosti pryskorennia. *Ekonomika i prohozuvannia*, 4, 71-92. doi: <https://doi.org/10.15407/eip2017.04.071>. (in Ukrainian)
17. Zolotuhin, V. (2017). Comparative analysis of foreign experience in the functioning of local borrowing markets: lessons for Ukraine. *Investytsii: praktyka ta dosvid*, 11, 55-60.
18. National Commission on Securities and Stock Market. (2018). Pro zatverdzhennia polozhennia pro poriadok zdiisnennia emisii oblihatsii vnutrishnikh mistsevykh pozvyk ta yikh obihu: Rishennia vid 14.06.2018 № 391 [On approval of the regulations on the procedure for issuing bonds of domestic local loans and their circulation: Decision dated 14.06.2018 № 391]. *Zakonodavstvo Ukrainy – Legislation of Ukraine*. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0808-18>. (in Ukrainian)
19. Mazur, I. I. (2010). Features of the formation of the municipal securities market in Ukraine. *Stratehichni priorityty*, 1, 23-28. (in Ukrainian)
20. Stetsenko, T. V. (2014). Safety of Municipal Loan in Ukraine. *Business Inform*, 3, 329-333. (in Ukrainian)

Стаття надійшла до редакції 30.11.2020 р.
Стаття прийнята 21.12.2020 р.