

## ІНВЕСТУВАННЯ НАСЕЛЕННЯ В ОБЛІГАЦІЇ МІСЦЕВОЇ ПОЗИКИ: ОЦІНКА ПЕРСПЕКТИВ

*У статті розглянуті методологічні засади оцінки потенціалу використання заощаджень населення як кредитного ресурсу територій. Проаналізовано можливість залучення заощаджень населення на ринок облігацій місцевої позики. Окреслено проблеми та перспективи трансформації коштів населення в регіональні інвестиції через кредитний механізм.*

*В статье рассмотрены методологические подходы к оцениванию потенциала использования сбережений населения в качестве кредитного ресурса региона. Проанализирована возможность привлечения сбережений населения на рынок муниципальных облигаций. Определены проблемы и перспективы трансформации денежных средств населения в региональные инвестиции с помощью кредитного механизма.*

*In the article the methodological approach is considered near the evaluation of potential use of population's savings as a regional credit resource. Possibility of bringing in population's savings to the market of municipal bonds is analyzed. Problems and prospects of transformation of population's monetary resources in regional investments by means of credit mechanism are determined.*

**Постановка проблеми.** Характерною особливістю виконання місцевих бюджетів на сучасному етапі розвитку України є переважання у структурі видатків за економічною класифікацією поточних видатків. На капітальні видатки припадає не більше 10 % загального обсягу видаткової частини, що наочно демонструє низьку інвестиційну спроможність і, як наслідок, активність місцевих органів влади.

Однак в Україні кожне адміністративно-територіальне утворення має чисельну кількість об'єктів регіонального значення, пов'язаних з виконанням функцій місцевого розвитку (забезпечення функціонування житлово-комунального господарства, утримання місцевого дорожнього господарства, управління комунальним майном, регулювання земельних відносин і фінансування програм природоохоронного значення тощо), які потребують не тільки поточного фінансування, а здійснення суттєвих капіталовкладень. А з огляду на значимість існування цих об'єктів для всієї територіальної громади закономірним є здійснення інвестиції за рахунок коштів місцевих бюджетів.

Капітальні інвестиції здійснюються за рахунок бюджету розвитку спеціального фонду місцевих бюджетів, що регламентується правовими нормами Бюджетного кодексу України (ст. 71). Однією з суттєвих статей надходжень до бюджету розвитку є місцевих запозичень, що можуть здійснюватися як у формі кредитного договору, так і випуску облігацій місцевої позики. Серед сукупності проблем розвитку сфери місцевих запозичень можна виділити обмеженість кола інвесторів та недостатність фінансових ресурсів. З огляду на головну мету здійснення інвестицій в регіональні об'єкти за рахунок коштів місцевих бюджетів — задоволення суспільних потреб територіальної громади — значної актуальності набувають дослідження можливостей залучення місцевого населення в межах їх заощаджень до участі у регіональному інвестиційному процесі шляхом придбання облігацій місцевої позики.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Дослідженню заощаджень населення як

внутрішнього інвестиційного ресурсу країни присвячено наукові роботи багатьох вчених. В праці Т. Кізіма [1] в узагальненому вигляді визначено основні напрями розробки і впровадження механізмів залучення заощаджень вітчизняних домогосподарств до економічних процесів. Інші науковці зосереджуються на детальнішому розгляді окремих напрямків, викладених у попередньо вказаній роботі: макроекономічні фактори впливу на розмір заощаджень та інвестицій населення досліджено Л. Кухтієм та К. Воробйовою [2]; на інституційному напрямку зосередили свій науковий пошук О. Франченко [3] та Ю. Порошко [4]; ошадну та інвестиційну поведінку як вирішальний психологічний фактор розглянуто у праці М. Іващенко [5].

Зауважимо, що інвестиційний потенціал заощаджень населення (домогосподарств) саме для окремих територій підкреслюється багатьма вченими. В одних працях розглядаються місцеві органи влади в контексті організаторів ошадної справи в регіоні без аналізу їх ролі як позичальників кредитних ресурсів [6], в інших — окреслюється перспективність залучення заощаджень населення та вказуються основні перешкоди на шляху їх трансформації в джерело інвестицій регіону [7]. Найбільшу зацікавленість викликають роботи тих вчених, які відзначили перспективність кредитного механізму трансформації заощаджень населення в регіональні інвестиції, зокрема шляхом емісії облігацій місцевої позики [8-10]. Проте, на думку автора, у вітчизняних наукових публікаціях питання залучення коштів населення для кредитування місцевих бюджетів розглядаються в узагальненому вигляді із недостатнім рівнем обґрунтування, розглядається міжнародний досвід підвищення інвестиційної активності населення, однак не приділяється уваги конкретним розробкам заходів щодо його застосування в Україні.

**Метою** цієї статті є аналіз можливостей та механізмів трансформації заощаджень населення у інвестиційні ресурси територій шляхом вкладення в облігації місцевої позики.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Аналіз будь-якого явища повинен базуватися на ретельно розроблених методологічних засадах, щоб дозволило вважати отримані результати науково обґрунтованими та достовірними. Тому й оцінці потенціалу використання заощаджень населення як кредитного ресурсу територій повинна передувати побудова комплексної системи характеристик та показників.

Трансформаційний процес «заощадження населення → джерело фінансових ресурсів для місцеві запозичень» опосередковується сукупністю соціально-економічних відносин, що знаходяться під суттєвим впливом поведінкового характеру індивідів — учасників інвестиційного процесу. Тому при оцінці економічних показників повинна також враховуватися й психологічна компонента.

Вважається доцільним побудова наступної системи показників, яка містить чотири основні групи характеристик: характеристика рівня заощаджень населення України; характеристика наявних вкладень населення у фінансові активи; характеристика привабливості облігацій місцевої позики; характеристика інфраструктурних елементів механізму трансформації заощаджень в інвестиції в облігації місцевої позики.

До першої групи характеристик (характеристики рівня заощаджень населення України) можна віднести такі показники, як: загальні обсяги доходів населення по Україні та в регіональному розрізі; оцінка тіньових доходів населення в Україні; обсяги споживання та заощадження населення; питома вага споживання та заощаджень в доходах населення; середня та гранична схильність населення до заощаджень; структура заощаджень населення в розрізі організованої та неорганізованої форми; структура вкладення заощаджень в розрізі фінансових та нефінансових активів тощо.

До другої групи (характеристика наявних вкладень населення у фінансові активи) можна віднести наступні позиції: порівняльна характеристика наявних вкладень населення у фінансові активи з умовами здійснення облігацій внутрішньої місцевої позики за параметром терміну вкладення, номінальної доходності вкладень, ставки оподаткування прибутку від здійснення операцій з фінансовими активами.

Третя група об'єднує характеристики ринку місцевих позик (обсяги емісії, ліквідність вторинного ринку, перелік емітентів, кредитні рейтинги як позичальників — міських рад, так і їх боргових інструментів, кількість технічних дефолтів та дефолтів за період існування ринку облігацій місцевих позик та з моменту запровадження обов'язкових кредитних рейтингів, переваги облігацій місцевої позики порівняно з іншими фінансовими активами).

Характеристики четвертої групи повинні містити перелік фінансових інституцій, які б дозволили трансформувати заощадження населення в інвестиції в облігації місцевої позики з найменшим рівнем ризику, витрат часу та гарантією інвестування в облігації місцевої позики саме регіону, де проживає потенційний інвестор; доступність участі індивідуальних інвесторів у розміщенні облігацій місцевої позики.

Дотримуючись зазначеної системи показників, здійснимо оцінку можливості застосування заощаджень населення для інвестицій в облігації місцевої позики.

Джерелом інвестицій є заощадження населення. Не потребує доказів твердження про те, що не всі заощадження набувають форми інвестицій, а збільшення доходів населення призводить до абсолютного збільшення заощаджень та похідних від них інвестицій. Тому необхідно здійснити аналіз схильності населення України до інвестиційної діяльності крізь призму наявних доходів та існуючої структури споживання та заощаджень.

За 2002-2010 рр. спостерігається загальна тенденція до зростання як номінальних доходів населення, так і заощаджень (див. табл. 1). Однак, наявність та зростання доходів не є виключними факторами впливу на обсяги заощаджень. Особливим фактором є схильність індивідів окремого адміністративно-територіального утворення до накопичення, яка вимірюється економічним показником «Середня схильність до заощаджень». За визначений період середнє значення показника склало 0,097, мінімальна схильність була зафіксована у 2008 р. — 0,062, а максимальна у 2010 р. — 0,147. Досягнення найменшого значення середньої схильності у 2008 р. було викликане найбільшим значенням індексу споживчих цін на товари та послуги (125,2 %), що призвело до зростання середньої схильності до споживання.

Таблиця 1

**Структура та динаміка заощаджень населення України у 2002-2010 рр.**

| Показники   | Роки   |        |        |        |        |        |        |        |         |  |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--|
|   | 2002   | 2003   | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   | 2008   | 2009   | 2010    |  |
| Доходи населення, млрд грн                                    | 185,07 | 215,67 | 274,24 | 381,40 | 472,06 | 623,29 | 845,64 | 894,29 | 1101,16 |  |
| Темпи росту доходів населення, %                              | -      | 116,53 | 127,16 | 139,08 | 123,77 | 132,04 | 135,67 | 105,75 | 123,13  |  |
| Заощадження населення, млрд грн                               | 17,06  | 16,28  | 31,63  | 45,65  | 44,20  | 47,78  | 52,01  | 80,38  | 161,87  |  |
| Середня схильність до заощаджень                              | 0,092  | 0,075  | 0,115  | 0,120  | 0,094  | 0,077  | 0,062  | 0,090  | 0,147   |  |
| Гранична схильність до заощаджень                             | -      | -0,03  | 0,26   | 0,13   | -0,02  | 0,02   | 0,02   | 0,58   | 0,39    |  |
| Середня схильність до заощаджень у формі фінансових активів   | 0,079  | 0,068  | 0,103  | 0,108  | 0,078  | 0,061  | 0,027  | 0,078  | 0,129   |  |
| Середня схильність до заощаджень у формі нефінансових активів | 0,013  | 0,008  | 0,012  | 0,012  | 0,015  | 0,016  | 0,035  | 0,012  | 0,018   |  |

Примітка. Побудовано автором за даними [11].

При порівнянні середньої схильності до заощаджень населення України з іншими країнами світу, переважно з розвинутою економікою та де заощадження домашніх господарств покривають більш як половину чистих капіталовкладень (Франція, Німеччина, Японія — більше 50 %, США — близько 67 % [12, с. 29]), можна констатувати, що рівень цього

показника в Україні дещо поступається середньому рівню по розвиненим країнам — 0,127 (Канада — 0,10; Велика Британія — 0,11; Франція — 0,12; Нідерланди та Німеччина — 0,13; Японія — 0,14; Італія — 0,16 [13, с. 74]). Враховуючи той факт, що у довгостроковому періоді при збільшенні доходу заощадження зростають тільки в абсолютному вираженні, у відносному ж залишаються постійними [2, с. 61], можна стверджувати: зростання заощаджень буде відбуватися в два етапи. На першому етапі зростання буде обумовлене як підвищенням середньої схильності до заощаджень до середньоєвропейського рівня, так і збільшенням доходів населення; на другому етапі — виключно збільшенням доходів при незмінній середній схильності.

Структура вкладення заощаджень в розрізі активів демонструє схильність населення до інвестування у фінансові активи. В середньому за 2002-2010 рр. 82 % заощаджень населення трансформувалося у фінансові інвестиції. Винятком знову став 2008 р., в якому більша частина заощаджень була вкладена у нефінансові активи (56,75 %).

Цікавим виглядає дослідження структури заощаджень населення в розрізі організованої та неорганізованої форми через те, що з одного боку облігації місцевих позик можуть брати участь у русі капіталів між сегментами фінансового ринку, тобто заощадження залишаються в організованій формі і тільки змінюють фінансовий актив, а з іншого — стати механізмом трансформації неорганізованих заощаджень в організовані.

Обсяги неорганізованих заощаджень домогосподарств в Україні можна приблизно оцінити за показником «обсяг готівки поза банками». Станом на кінець 2010 р. він склав 182,9 млрд грн. [14, с. 6], що становить 16,7 % від ВВП. За прогнозами іноземних фахівців, заощадження населення в найближчі 4-5 років підвищаться у середньому до 20,5 % ВВП України [7, с. 245].

Зауважимо, що для дослідження першої групи характеристик використовувалися офіційні статистичні дані по Україні. Однак, національна економіка з початку незалежності і по теперішній час має суттєвий тіньовий сектор (30-40 % за різними дослідженнями), що суттєво впливає на рівень доходів населення та структуру їх заощаджень. З одного боку наявність тіньової зайнятості спричиняє перевищення фактичних доходів населення над офіційними даними (рівень прихованої заробітної плати склав 290 % [15, с. 163]), а з іншого — отримані у тіньовому секторі доходи найчастіше приймають форму неорганізованих заощаджень, а їх «нелегальний» характер ускладнює механізми залучення їх в інвестиційний процес.

Наступним кроком дослідження є визначення потенційної привабливості облігацій місцевої позики та схильності населення вкладати кошти у фінансові активи зі схожими характеристиками.

Україну найчастіше відносять до країн з банкоцентричною моделлю фінансового ринку або зі змішаною моделлю з домінуванням банківських установ на ринках капіталів. Тому найлегшим методом кількісної оцінки схильність домогосподарств до середньо- та довгострокових інвестицій є аналіз депозитів домогосподарств у депозитних корпораціях (банківських установах) у розрізі термінів погашення.

Як демонструє табл. 2, за період 2005-2011 рр. кошти домогосподарств, знеруховлені на депозитах, мали тенденцію до зростання, відбулося зростання у 4 рази. Однак, з огляду на те, що облігації місцевої позики розміщувалися на 3-5 років, то безпосередньо викликає зацікавленість сегмент депозитів зі строком від 2 років та більше, як можлива інвестиційна база з точки зору конкуренції на ринку капіталів. Спостерігаючи динаміку обсягів середньострокових (для України їх можна визначити і як довгострокові) депозитів, відзначимо: до 2008 р. обсяги зростали випереджаючими темпами, лише за 2008 р. кошти на депозитах подвоїлися і за абсолютними показниками цей рік став найкращим (22,78 млрд грн); результатом світової фінансової кризи стало зменшення обсягів коштів на депозитах до рівня 2007 р.; відновити обсяги 2008 р. депозитні корпорації спромоглися лише наприкінці 2011 р. За даними з табл. 2 видно, що домашні господарства мають нормальну, передбачувану реакцію на зміни стабільності соціально-економічних відносин в країні: із зменшенням стабільності переважають інвестиції з коротшими термінами погашення (обсяг депозитів з терміном

погашення до 1 року у 2009 р. порівняно з 2008 р. зріс на 75 %, від 1 року до 2 років — зменшився на 53 %, більше 2 років — зменшився на 47 % ); стабільність в країні — запорука росту середньо- і довгострокових інвестицій (обсяг депозитів з терміном погашення до 1 року у 2010 р. порівняно з 2009 р. зріс лише на 2 %, в той час як обсяг депозитів від 1 року до 2 років збільшився на 97 %, більше 2 років — збільшився на 42 % ). За параметром питомої ваги депозитів в загальному їх обсязі можна зробити наступний висновок: найсуттєвіші зміни в структурі депозитів домогосподарств відбувалися у сегментах зі строком погашення до 1 року і від 1 року до 2 років; після фінансової кризи на зростання питомої ваги депозитів на строк від 2 років не вплинуло навіть зростання абсолютної величини коштів на депозитах на 45 %, вона характеризується дуже повільним зростанням (не більше 1 % за рік) і не перевищила аналогічного показника на кінець 2007 р. — 7,6 %.

Таблиця 2

**Структура та динаміка депозитів домашніх господарств України у 2002-2011 рр.**

| Роки | Загальний обсяг депозитів на кінець періоду, млрд грн | Обсяг депозитів, розміщених на строк, млрд грн |           |                       |                | Питома вага депозитів, розміщених на строк, % |           |                       |                |
|------|---|--|-----------|-----------------------|----------------|---|-----------|-----------------------|----------------|
|      |   | на вимогу                                      | до 1 року | від 1 року до 2 років | більше 2 років | на вимогу                                     | до 1 року | від 1 року до 2 років | більше 2 років |
| 2005 | 74,78   | 18,66  | 19,03     | 37,09                 | -              | 24,95   | 25,44     | 49,60                 | -              |
| 2006 | 108,86  | 25,94  | 22,85     | 60,07                 | -              | 23,83   | 20,99     | 55,18                 | -              |
| 2007 | 167,24  | 40,12  | 32,50     | 81,90                 | 12,71          | 23,99   | 19,44     | 48,97                 | 7,60           |
| 2008 | 217,86  | 40,58  | 55,88     | 98,63                 | 22,78          | 18,63   | 25,65     | 45,27                 | 10,46          |
| 2009 | 214,10  | 57,26  | 98,16     | 46,64                 | 12,04          | 26,75   | 45,85     | 21,78                 | 5,62           |
| 2010 | 275,09  | 66,16  | 99,97     | 91,94                 | 17,03          | 24,05   | 36,34     | 33,42                 | 6,19           |
| 2011 | 310,39  | 70,92  | 104,44    | 113,82                | 21,21          | 22,85   | 33,65     | 36,67                 | 6,83           |

*Примітка.* 1. Зведено автором за даними [16]. 2. Дані до 2007 року включають депозити, залучені зі строком погашення від 1 року до 2 років і більше 2 років.

Стверджуючи, що найбільшим конкурентом облігацій місцевої позики за середньо- і довгострокові заощадження домогосподарств є депозити, і враховуючи схожий термін залучення коштів (див. табл. 3), наступним важливим параметром та конкурентною перевагою є процента ставка, тобто дохід від користування тимчасово вільними коштами.

За результатами даних з табл. 3 виходить, що облігації місцевої позики поступалися процентними ставками депозитам, що пропонувалися населенню при залученні коштів на строк більше 2 років, лише у 2005 р. Так в середньому облігації місцевої позики розміщувалися зі ставкою 12 % річних, в той час як депозитні корпорації пропонували протягом року відсоток в інтервалі 14,5-17,0 %. У 2006-2011 рр. суттєвих відхилень процентних ставок за цими двома фінансовими активами один від одного зафіксовано не було, крім незначного переважання у 2006 р. депозитів (близько 1 %) та у 2007 р. — облігацій місцевої позики (близько 1 %).

На фінансовий результат домогосподарств від володіння облігаціями місцевої позики крім безпосередньо ставки доходності, темпів росту інфляції також суттєво впливає політика в сфері оподаткування прибутку від фінансових інвестицій. Від того, чи є вона дискримінаційною або гарантує рівні податки при наявності подібних об'єктів, залежить схильність населення інвестувати в той чи інший фінансовий актив.

У Податковому кодексі прописано, що дохід фізичних осіб від володіння фінансовими активами оподатковується за ставкою 5 %, а саме: процент на поточний або депозитний банківський рахунок; процентний або дисконтний дохід за іменним депозитним сертифікатом; процент на вклад (депозит) члена кредитної спілки у кредитній спілці; дохід, який виплачується компанією, що управляє активами інституту спільного інвестування, на

розміщені активи; дохід за іпотечними цінними паперами; дохід у вигляді відсотків (дисконту), отриманий власником облігації від їх емітента відповідно до закону; дохід за сертифікатом фонду операцій з нерухомістю; доходи у вигляді дивідендів [18].

Таблиця 3

**Характеристики облігацій місцевої позики та депозитів домогосподарств  
у 2005-2011 рр.**

| Показники  | Роки  |   |   |  |  |                |   |
|--|---|---|---|--|--|----------------|---|
|  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008   | 2009   | 2010           | 2011                                    |
| <b>Облігації місцевої позики</b>                   |   |   |   |  |  |                |   |
| Строк погашення —<br>процентна<br>ставка, % на рік | 5 р. — 11,75;<br>3 р. — 10,75;<br>5 р. — 10,5-12;<br>2 р. — 12;<br>3 р. — 13;<br>5 р. — 14;<br>5 р. — 12; | 5 р. — 14;<br>5 р. — 12;<br>1 р. — 11,95;<br>2 р. — 12;<br>3 р. — 12;<br>12 | 5 р. — 16;<br>3 р. — 14;<br>3 р. — 10,55;<br>4 р. — 10,55;<br>3 р. — 9,45;<br>5 р. — 16;<br>5 р. — 14 | 5 р. — 15;<br>5 р. — 12;<br>3 р. 5 міс. — 17,88;<br>3 р. — 14;<br>4 р. — 14;<br>5 р. — 14;<br>5 р. — 5,89;<br>2 р. — 13;<br>3 р. — 13;<br>5 р. — 13;<br>5 р. — 16; 2 р. — 18; 3 р. — 2,5;<br>4 р. — 4,0;<br>5 р. — 6,5;<br>3 р. — 18 | 5 р. — 20;<br>4 р. — 18;<br>3 р. 5 міс. — 18;<br>5 р. — 17;<br>5 р. — 25 | до 3 р. — 18   | 3 р. — 14,5;<br>4 р. — 15;<br>5 р. — 16 |
| <b>Депозити населення (домашніх господарств)</b>   |   |   |   |  |  |                |   |
| Строк погашення                                    | більше 2 років  | більше 2 років  | більше 2 років  | більше 2 років   | більше 2 років   | більше 2 років | більше 2 років                          |
| Процентна ставка, % на рік                         | 14,5-17,0   | 13,6  | 11,6  | 15,68-16,81  | 17,29-21,05  | 16,0-20,0      | 14,7-17,9                               |

*Примітка.* 1. Зведено автором за даними [16; 17]. 2. Процентну ставку за депозитами представлено або у вигляді інтервалу «мінімальне — максимальне значення за рік», або у вигляді інтегральної ставки за рік для депозитів у національній валюті.

На перший погляд в кодексі зафіксоване податкове стимулювання трансформації заощаджень населення у інвестиції через механізми фінансового ринку, інструментом якого, зокрема, є облігації місцевої позики. Ставка оподаткування подібних доходів менша за ставку оподаткування «трудоових» доходів населення (15 %). З іншого боку владні приписи щодо оподаткування інвестиційних доходів домогосподарств в залежності від фінансового активу будуть застосовуватися з різним терміном набрання чинності. Тобто з відстрочкою до 1 січня 2015 р. почнуть оподатковуватися доходи у вигляді процентів на поточний або депозитний банківський рахунок, вклад до небанківських фінансових установ або на депозитний сертифікат; процент на вклад (депозит) члена кредитної спілки у кредитній спілці; дохід, який виплачується компанією, що управляє активами інституту спільного інвестування, на розміщені активи. Крім того, взагалі вивільнено від сплати податку з доходів фізичних осіб сума доходів, отриманих платником податку у вигляді процентів, що нараховані на цінні папери, емітовані Міністерством фінансів України та на боргові зобов'язання Національного банку України. Подібні заходи дискримінаційного характеру можуть суттєво впливати на прийняття рішення домогосподарствами щодо вибору об'єктів інвестування.

Крім характеристик окремого фінансового активу, у нашому випадку — облігацій

внутрішньої місцевої позики (строк погашення, відсоток, фінансовий стан емітента), інвестора може цікавити загальний стан ринку відповідного активу, ступень зацікавленості інших інвесторів, активність емітентів, тобто всі параметри, які характеризують ліквідність ринку та можливість легкого входу-виходу з нього.

Згідно даних НКЦПФР (колишня ДКЦПФР), ринок облігацій місцевої позики, як сегмент вітчизняного фондового ринку, за обсягами операції є одним з найменших. Щорічно на протязі 2005-2010 рр. питома вага випуску облігацій місцевої позики в загальному обсязі випусків, зареєстрованих НКЦПФР, не перевищувала 1 % (див. табл. 4). Первинний ринок характеризується такими низькими обсягами, по-перше, через фінансову неспроможність емітентів — міських рад забезпечити покриття випуску боргових цінних паперів (як свідчить Закон України «Про державний бюджет на 2011 р.» з поміж всіх міських бюджетів лише 29 були бюджетами-донорами, а всі інші потребували дотацій вирівнювання). Узагальнюючи факти здійснення запозичень міськими радами, відмітимо, що необхідні фінансові ресурси для подальшого обслуговування позик мали переважно міста — обласні центри: серед 20 міських рад, що здійснили емісію облігацій місцевої позики у 2003-2011 рр., тільки 6 міських рад не відповідали цій ознаці. По-друге, розвиток ринку облігацій місцевої позики гальмується через проведення державної боргової політики. Міністерство фінансів України погоджує емісії відповідного фінансового інструменту, і через те, що за міжнародними стандартами борг місцевих органів влади є складовою державного боргу країни, із загостренням проблеми обслуговування державного боргу зменшується можливість у міських рад отримати зазначений дозвіл.

Таблиця 4

**Характеристики ринку облігацій місцевих позик у 2005-2010 рр.**

| Показники  | Роки   |        |        |        |         |         |
|--|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
|  | 2005   | 2006   | 2007   | 2008   | 2009    | 2010    |
| Обсяги зареєстрованих ДКЦПФР випусків цінних паперів, млрд грн   | 61,99  | 84,07  | 133,25 | 153,05 | 162,88  | 95,55   |
| Обсяги зареєстрованих облігацій місцевих позик, млн грн  | 350,00 | 83,50  | 156,30 | 974,00 | 370,00  | 300,00  |
| Питома вага випусків облігацій місцевої позики в загальному обсязі випусків цінних паперів, %                            | 0,56   | 0,10   | 0,12   | 0,64   | 0,23    | 0,31    |
| Обсяги виконаних договорів торговцями цінними паперами, млрд грн   | 403,77 | 492,78 | 754,31 | 883,42 | 1067,26 | 1537,79 |
| Обсяги виконаних договорів торговцями цінними паперами з облігаціями місцевих позик, млрд грн                            | 2,23   | 2,85   | 4,31   | 2,20   | 0,66    | 0,50    |
| Питома вага обсягів договорів з облігаціями місцевих позик в загальному обсязі договорів торговців цінними паперами, %   | 0,55   | 0,58   | 0,57   | 0,25   | 0,06    | 0,03    |
| Обсяги виконаних біржових контрактів на організаторах торгівлі, млрд грн   | 16,40  | 29,05  | 35,15  | 37,76  | 36,01   | 131,29  |
| Обсяги виконаних біржових контрактів на організаторах торгівлі з облігаціями місцевих позик, млрд грн                    | 0,67   | 0,99   | 0,79   | 0,46   | 0,03    | 0,14    |
| Питома вага біржових контрактів з облігаціями місцевих позик у загальному обсязі контрактів на організаторах торгівлі, % | 4,09   | 3,41   | 2,25   | 1,22   | 0,08    | 0,11    |

*Примітка:* Зведено автором за даними [19].

Вторинний ринок облігацій місцевої позики, як організований, так і неорганізований, за 2005-2010 рр. також не характеризується суттєвою активністю (див. табл. 4). Обсяги операцій за договорами на неорганізованому ринку переважали відповідні показники організованого ринку 4-7 разів. В цілому питома вага виконаних договорів з облігаціями місцевих позик у обсязі всіх виконаних договорів за досліджуваний період мала тенденцію до зниження: на неорганізованому ринку питома вага не перевищила за означений період 1 %, в той же час на організаторах торгівлі з 2005 по 2010 р. питома вага біржових контрактів з облігаціями місцевих позик з 4,09 % впала до 0,11 %.

Рівень ризику інвестування коштів у облігації місцевої позики можна оцінити шляхом дослідження рівня кредитоспроможності емітентів — міських рад та їх боргових інструментів. На початок 2012 р. лише 13 міських рад мають кредитний рейтинг позичальника від національного рейтингового агентства. Крім Луцької міської ради (кредитний рейтинг — uaBB), всі інші ради мали довгострокові кредитні рейтинги інвестиційного рівня. В обігу знаходяться облігації місцевих позик 18 емісій з інвестиційним рівнем кредитного рейтингу, окрім боргових інструментів Луцької міської ради.

За всю історію існування в незалежній Україні ринку муніципальних позик про повний дефолт у 1998 р. оголосила міська рада м. Одеси. З 2001 р., за даними Кредит-Рейтингу [20], як було започатковане вітчизняне рейтингування позичальників та їх боргових інструментів, на ринку муніципальних запозичень лише раз був зафіксований технічний дефолт за облігаціями місцевої позики Луцької міської ради 17.12.2009 р., однак заборгованість була повністю погашена. Треба підкреслити, що на момент дефолту відповідні боргові цінні папери мали рейтинг uaC — «Очікується дефолт позичальника за борговими зобов'язаннями».

Український фінансовий ринок представлений розмаїттям фінансових інструментів. Основними параметрами, за якими потенційний інвестор оцінює можливість вкладення коштів, є термін відволікання капіталу, доходність та ризик. І за цими параметрами облігації місцевої позики можуть конкурувати з іншими інвестиційними продуктами. Однак, з огляду на те, що облігації місцевої позики емітують заради благоустрою відповідного міста, то доцільним та економічно виправданим є залучення коштів саме населення цього міста через боргові механізми. Тому для населення конкурентною перевагою та мотивом інвестування заощаджень в облігації місцевої позики власного міста повинно стати уособлення в облігаціях місцевої позики рівноваги між суспільним благом та суб'єктивною вигодою: суспільне благо представлене кінцевою метою здійснення запозичень міськими радами — покращення інфраструктури міста, побудова необхідних об'єктів тощо, якими будуть також користуватися й домогосподарства, що вклали кошти в облігації; суб'єктивна вигода представлена відплатним користуванням коштів — відсотками за облігаціями. Тобто «ефект подвійної вигоди» буде реалізовуватися тільки для тих домогосподарств, які інвестують кошти у зобов'язання власних міських рад.

Якщо домогосподарство приймає рішення інвестувати частку заощаджень, то наступне, що необхідно буде вирішити: виступатиме воно як індивідуальний інвестор чи звернеться до колективного інвестування або до депозитних фінансових посередників (банківських установ). Якщо домогосподарство напругу вирішує придбати облігації місцевої позики, то додатковими для нього витратами стануть комісійні (винагорода) професійним учасникам фондового ринку (брокерам, дилерам) за проведену операцію купівлі/продажу.

При розміщенні заощаджень в депозитних інститутах домогосподарство отримує дохід у вигляді відсотків за вкладом, однак воно втратить право вирішувати на які активні операції підуть його депоновані кошти.

При колективному інвестуванні шляхом участі у недержавних пенсійних фондах, інститутах спільного інвестування (ICI), заключення договорів страхування зі страховими компаніями домогосподарство також втратить право обирати об'єкти інвестування. Взагалі всі інституційні інвестори мали у своїх портфелях облігації місцевої позики. Наприклад, їх питома вага в активах відкритих ICI на 31.12.2010 р. становила 5,2 %, а в інших типах фондів — менше 1 %.

Відзначимо, що серед фінансових посередників в Україні продовжують займати лідируючі позиції банківські установи, і фінансовий ринок продовжує функціонувати за банкоцентричною моделлю. На кінець 2010 р. обсяг банківських вкладень громадян та організацій в Україні суттєво перевищує вартість активів ICI (у 2010 році співвідношення зменшилося із 3,97 до 3,83) [21].

**Висновки.** Отже, оцінка перспектив залучення заощаджень населення до інвестиційного



процесу в регіоні є складним та багатовекторним процесом. Однак, тільки реалізації такого змістовного підходу до оцінки дозволить виявити доцільність та економічний ефект залучення заощаджень населення до інвестування в облігації місцевої позики. Узагальнюючи результати оцінки можливості застосування заощаджень населення для інвестицій в облігації місцевої позики за чотирма групами характеристик, відмітимо:

1. Джерелом для здійснення будь-яких інвестицій домогосподарствами є їх заощадження. За 2002-2010 рр. середня схильність до заощаджень населення в Україні склала 0,097, і цей показник поступається середньому рівню цього показника по розвиненим країнам — 0,127. 82 % заощаджень населення трансформувалося у фінансові інвестиції. З огляду на існування двох форм заощаджень (організованої та неорганізованої) подальші заходи щодо залучення територіями інвестицій через облігації місцевої позики повинні концентруватися на двох напрямках: визначення конкурентних переваг облігацій місцевої позики, як фінансового активу, для залучення організованих заощаджень та розробка унікального механізму залучення неорганізованих заощаджень населення.

2. В умовах переважно банкоцентричного розвитку вітчизняного фінансового ринку аналіз депозитів домогосподарств надає найбільше уявлення про строкову структуру їх організованих заощаджень. За досліджуваний період лише 6-7 % депозитів мали строк погашення від 2 років і більше, тобто середньо- і довгострокове інвестування не вирізняються суттєвою активністю. При порівнянні депозитів зі строком погашення від 2 років і більше з облігаціями місцевої позики за параметром доходності, то у 2006-2011 рр. суттєвих відхилень процентних ставок за цими двома фінансовими активами один від одного зафіксовано не було.

3. Через обмеженість емітентів, нерегулярність випусків облігацій місцевої позики первинний і вторинний ринок цього фінансового інструменту характеризується слабкою активністю операцій купівлі/продажу. Однак, наявні в обігу облігації характеризують інвестиційним рівнем кредитного рейтингу, окрім боргових інструментів Луцької міської ради. За роки існування ринку облігацій місцевої позики відбувся один повний дефолт та один технічний.

4. Жоден посередник фінансового ринку (депозитні інститути, інституційні інвестори), окрім брокерів та дилерів, не може гарантувати домогосподарству право обирати об'єкти інвестування. Тобто заощадження домогосподарства залучаються у інвестиційних процес, однак гарантії їх залучення в інвестиційні процеси у регіоні знаходження домогосподарства відсутні.

5. Для потенційних інвесторів-домогосподарств конкурентною перевагою облігацій місцевої позики може стати «ефект подвійної вигоди», однак він буде реалізовуватися тільки для тих домогосподарств, які інвестують кошти у зобов'язання власних міських рад. Посилити привабливість інвестування в облігації місцевої позики населення можна шляхом:

- зменшення податкової ставки або звільнення від оподаткування доходів за цими облігаціями за умови співпадіння місця знаходження домогосподарства та міста, чия міська рада здійснила емісію;

- в законодавстві України прописати поняття неплатоспроможності, банкрутства, дефолту міської ради та механізму відновлення кредитоспроможності відповідної території;

- закріплення за певним фінансовим посередником функції проведення фактичної операції з купівлі облігацій місцевої позики населенням відповідної території на безоплатній основі або з мінімальними тарифами.

Подальші дослідження у даному напрямі будуть пов'язані з розробкою механізмів підвищення активності міських рад щодо використання облігацій місцевих позик для фінансування інвестиційних проектів.

#### *Література:*

1. Кізіма Т. О. Прагматика та перспективи трансформації заощаджень домогосподарств у інвестиції / Т. О. Кізіма // Економіка, фінанси, право. — 2010. — № 10. — С. 23-26.

2. Кухтій Л. П. Вплив макроекономічних факторів на динаміку заощаджень населення / Л. П. Кухтій, К. О. Воробйова // Економіка розвитку. — 2011. — № 1(57). — С. 59-62.

3. Франченко О. Л. Фондовий ринок України як базова структура з перетворення заощаджень населення в інвестиційні ресурси / О. Л. Франченко // Вісник Бердянського університету менеджменту і бізнесу. — 2010. — № 3(11). — С. 103-107.
4. Породко Ю. М. Особливості функціонування інвестиційних фондів як досконалої форми капіталовкладення фінансових ресурсів населення / Ю. М. Породко // Інноваційна економіка. — 2010. — № 3. — С. 244-248.
5. Іващенко М. В. Інституціональний аналіз видів фінансової поведінки українських домогосподарств / М. В. Іващенко // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. — 2011. — № 1(10). — С. 17-21.
6. Дмитренко М. Г. Формування та реалізація регіональної ощадної політики / М. Г. Дмитренко // Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України : Зб. наук. праць. — 2010. — Вип. 29. — С. 13-23.
7. Кундицький О. О. Регіональні особливості фінансової бази інвестування в Україні / О. О. Кундицький // Науковий вісник НЛТУ України. — 2011. — Вип. 21.6. — С. 242-249.
8. Рубенок Т. М. Кредитні механізми зміцнення дохідної бази місцевих бюджетів України / Т. М. Рубенок, Г. В. Грушицька // Науковий вісник Буковинської державної фінансової академії. — 2010. — № 1(18). — С. 86-90.
9. Рекуненко І. І. Роль муніципальних облігацій на ринку місцевих запозичень / І. І. Рекуненко, О. В. Котляревський // Збірник наукових праць ЧДТУ. Економічні науки. — 2009. — Вип. 22. — С. 40-44.
10. Кравченко В. Запозичення: боргова яма чи рятівне коло місцевого самоврядування в країнах зарубіжжя? [Електронний ресурс] / В. Кравченко // Проблеми трансформації територіальної організації влади. Збірник матеріалів та документів / Науковий редактор: М. Пухтинський. — К. : Атіка, 2005. — 852 с. — Режим доступу : <http://www.municipal.gov.ua>.
11. Сайт «Державна служба статистики України» [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.
12. Франченко О. Л. Використання заощаджень населення в інвестування економіки країни через структури фондового ринку / О. Л. Франченко // Економічний часопис — XXI. — 2010. — № 9-10. — С. 26-29.
13. Ковалевський Л. Г. Макроекономіка : конспект лекцій / Л. Г. Ковалевський. — К. : УАЗТ, 2005. — 224 с.
14. Монетарний огляд за 2010 рік [Електронний ресурс] / НБУ, Департамент монетарної політики. — К., 2011. — 11 с. — Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.
15. Макаренко О. І. Оцінка рівня тіньової складової ринку праці в Україні / О. І. Макаренко // Вісник Запорізького національного університету. — 2010. — №1(5). — С. 159-164.
16. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.
17. Офіційний сайт Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.minfin.gov.ua>.
18. Податковий кодекс України від 02.12.2010 № 2755-VI; поточна редакція від 19.01.2012 [Електронний ресурс] // База даних «Законодавство України». — Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua>.
19. Річні звіти ДКЦПФР [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua/>.
20. Рейтингове агентство «Кредит-Рейтинг» [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.credit-rating.ua/ua/>.
21. Українська асоціація інвестиційного бізнесу: Аналітичний огляд ринку управління активами в Україні в 2010 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.uaib.com.ua/>.

*Надійшла до редколегії 13.02.2012 р.*