

С. А. Дяченко,
к. держ. упр., доцент кафедри управління національним господарством та економічної
політики, НАДУ при Президентіві України

РОЗШИРЕННЯ ФІНАНСОВОЇ АВТОНОМІЇ ОРГАНІВ МІСЦЕВОГО САМОВРЯДУВАННЯ ШЛЯХОМ РОЗВИТКУ РИНКУ МУНІЦИПАЛЬНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ

S. Diachenko,
PhD, Associate Professor of the national economy and economic policy faculty
of the NAPA under the President of Ukraine

EXPANDING FINANCIAL AUTONOMY OF LOCAL GOVERNMENTS THROUGH DEVELOPMENT OF MUNICIPAL BORROWING MARKET

У статті охарактеризовано структуру сучасних ринків місцевих запозичень, їх основних учасників та систему взаємовідносин між ними. Охарактеризовано основні форми муніципальних позик та сферу їх застосування в Україні. Проаналізовано переваги і недоліки кожної форми муніципальних позик. Доведено, що найбільш вагому роль у фінансуванні дорогих інвестиційних проектів займають саме облігації внутрішньої місцевої позики. У статті проаналізовано динаміку ринку місцевих запозичень в Україні. Досліджуються напрями цільового використання запозичених коштів при емісіях місцевих облігацій. Розкрито причини низької активності органів місцевого самоврядування в Україні на фінансовому ринку. Виявлено найпоширеніші помилки щодо управління місцевим боргом. Запропоновано можливі напрями вдосконалення структури ринку місцевих запозичень для ефективного його функціонування.

In article the structure of contemporary local borrowing markets, their main participants and system of relations between them are characterized. The main forms and scope of municipal borrowings in Ukraine are described. Advantages and disadvantages of each form of municipal borrowing are analyzed. In article the most important in financing investment projects are local bonds are proved. The dynamics of the municipal borrowing market in Ukraine are analyzed. Areas targeted use of borrowed funds in the issue of local bonds are investigated. The reasons of insufficient activity of local self-government on the financial market in Ukraine are revealed. The most widespread mistakes in management of a municipal debt are defined. Possible directions of improvement of structure of municipal loans' market for its effective functioning are offered.

Ключові слова: ринок муніципальних запозичень, облігації місцевої позики, банківський кредит, емітент цінних паперів, інвестор, місцевий борг, управління місцевим боргом.

Key words: the municipal borrowing market, local bonds, a bank credit, an issuer, an investor, municipal debt, management of local borrowing.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Забезпечення правової, організаційної та фінансової автономії місцевого самоврядування — одна з головних передумов розбудови демократичної держави. Однак на сьогодні органи місцевого самоврядування в Україні неспроможні належно виконувати свої функції через нестачу коштів, зумовлену слабкістю ін-

ституту місцевих податків і зборів, залежністю більшості місцевих бюджетів від дотацій і субвенцій державного. Обмеженість ресурсів місцевих бюджетів не дає змоги органам місцевого самоврядування здійснювати інвестиції в розвиток місцевої інфраструктури, оновлювати основні фонди комунальних підприємств.

Погіршення ситуації в економіці України зумовлене не тільки впливом світової економічної депресії, а й зволіканням із структурними реформами та заостренням інституційної кризи в країні. Це, звісно, негативно впливає на українське суспільство, формуючи критичний запит місцевих органів влади на розширення їх повноважень, у першу чергу фінансових. За таких умов розширення джерел фінансування програм розвитку можливе за рахунок запозичень органів місцевого самоврядування.

АНАЛІЗ ОСНОВНИХ ДОСЛІДЖЕНЬ

Дослідженню системи муніципальних запозичень приділено немало уваги вітчизняних і зарубіжних науковців. Зокрема, С.Глушенко аналізує зарубіжні ринки місцевих запозичень та обґрунтовує доцільність емісії муніципальних облігацій. Х.Ціммерман, навпаки, піддає критиці муніципальні запозичення і наголошує на ризикованості застосування цих інструментів. О.Іваницька, Н.Іващук розглядають різновиди муніципальних цінних паперів, а також визначають роль комерційних банків на Українському ринку місцевих позик. В.Кравченко, В.Падалка досліджують різні форми системи комунального кредиту, висвітлюють перспективи подальшого розвитку ринку місцевих запозичень.

НЕВИРШЕНА ЧАСТИНА ЗАГАЛЬНОЇ ПРОБЛЕМИ

У науковій літературі існують різні погляди на доцільність застосування позик органами місцевого самоврядування, що спонукає до подальших досліджень у цій сфері та визначення місця і ролі ринку місцевих запозичень в системі фінансових ринків України.

ЗАВДАННЯ СТАТТІ

Завданням статті є аналіз сформованої в Україні структури ринку місцевих запозичень, визначення причин низької активності емітентів та інвесторів, обґрунтування основних напрямів розвитку та вдосконалення системи муніципальних запозичень у контексті розширення фінансової автономії органів місцевого самоврядування.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

У багатьох країнах світу одним із альтернативних та значних джерел фінансування місцевого економічного розвитку виступають саме муніципальні запозичення. Так, за рахунок позичок у країнах ЄС формується, як правило, 10—15% доходів місцевих бюджетів. Найвищий показник у Сан-Марино, він становить 69%, у Нідерландах — 19%, у Бельгії — 13%, на Кіпрі — 12%, у Чехії — 11%, в Іспанії та Франції — 10%. А беззаперечним світовим лідером з обороту ринку місцевих облігацій є, звісно, США.

Місцеві запозичення — це сукупність відносин між органом місцевого самоврядування та фізичними і юридичними особами, що передбачають залучення коштів від юридичних та фізичних осіб та виникнення боргових зобов'язань органу місцевого самоврядування як позичальника грошових коштів. Залежно від способу здійснення запозичень розрізняють такі їх основні форми:

- кредити, що залучаються від банківських та інших фінансових установ;
- облігаційні позики, що передбачають емісію муніципальних облігацій;
- вексельні позики, що передбачають емісію короткострокових казначейських векселів та казначейських зобов'язань;
- взаємні позики органів місцевого самоврядування, зокрема які здійснюються комунальними банками взаємного кредитування (взаємними муніципальними банками);
- казначейські позики, які здійснюються за рахунок тимчасово вільних коштів державного або регіонального бюджету.

Кожна форма місцевих запозичень має свою сферу застосування. Кредити здебільшого використовуються для фінансування відносно недорогих та короткострокових проектів; облігаційні позики — для фінансування довгострокових капіталовкладень; вексельні позики — для покриття дефіциту місцевого бюджету поточного року; взаємні позики та казначейські позики — для покриття короткострокових касових розривів.

Найбільш вагому роль у фінансуванні дорогих інвестиційних проектів займають саме облігації внутрішньої місцевої позики. Облігаційна позика як механізм фінансування місцевого економічного розвитку передбачає розміщення облігацій органами місцевого самоврядування на внутрішньому фондовому ринку на умовах строковості, платності та поверненості. Облігаційні позики є одним із вагомих інструментів фінансування важливих суспільних потреб таких, як розвиток систем електропостачання, водопостачання та водовідведення, транспортних мереж, будівництво житла, закладів освіти, охорони здоров'я, культури, спорту тощо.

Українські муніципалітети накопичили певний досвід застосування різних форм місцевих запозичень. Так, поширеним є отримання міськими бюджетами безвідсоткових короткотермінових позик за рахунок коштів єдиного казначейського рахунку з метою покриття тимчасових касових розривів та забезпечення поточних видатків. За даними Державної казначейської служби України у 2009 році було прийнято 2 948 рішень про надання таких позик міським бюджетам, у 2010 році — 2 395 рішень, у 2011 році — 3 633 рішення, за перше півріччя 2012 року вже було прийнято 2 359 таких рішень. Протягом 2013 року місцевим бюджетам надано позик на покриття тимчасових касових розривів на загальну суму 38,4 млрд грн. Однак надання таких позик передбачено на покриття тимчасових касових розривів, пов'язаних із забезпеченням здійснення захищених видатків загального фонду місцевого бюджету. Таким чином, це не дозволяє розглядати їх як вагоме джерело фінансування інвестиційних видатків.

За даними Міністерства фінансів України у 2003—2011 роках невелика кількість міст отримували кредити у банківських установах в Україні. Це міста: Южне (1,6 млн грн. на 15 місяців під 20% річних, 2003 рік), Антрацит (1,3 млн грн. на 3 роки під 15%, 2004 рік), Одеса (48,0 млн грн. на 3 роки під 18%, 2004 рік), Новокаховка (2,0 млн грн. на 1 рік під 16%, 2005 рік), Іллічівськ (5,5 млн грн. на 18 місяців під 18%, 2008 рік), Черкаси (5 млн грн. на 1 рік за під 18%, 2010 рік), Вінни-

ця (10 млн грн. на 3 роки під 14,98% річних, 2011 рік; 25 млн грн. на 3 роки під 19,5% річних, 2012 рік).

В іноземних фінансових установах кредити отримували міста: Одеса (40 млн швейцарських франків під ставку 8,5% річних на 5 років та 10 млн швейцарських франків під ставку 8,25% річних на 3 роки), Київ (250,0 млн доларів США на 5 років з відсотковою ставкою 8,25%), Харків (100,0 млн доларів США на 5 років під ставку 9,5%) [2].

Набагато ширшою географією застосування відзначаються місцеві облігаційні позики, перші з яких в Україні було здійснено у 1995 році у таких містах, як Київ, Дніпропетровськ, Харків та Донецьк. До середини 1998 року вже 10 міст випустили облігації місцевих позик на суму майже 200 млн грн. Запозичені кошти використовувалися здебільшого для вирішення проблем комунального господарства, житлового будівництва та розвитку міської транспортної інфраструктури. Найбільш вдалою вважається емісія облігацій Харківською міською радою, кошти від розміщення яких було вкладено в купівлю міських автобусів, що були передані в оренду, а за рахунок орендної плати здійснювалось погашення облігацій.

Негативний вплив на подальший розвиток облігаційних позик в Україні справили дефолт міста Одеси у 1998 році за облігаціями, випущеними 1997 року, фінансовий скандал із авалюванням векселів Житомирською обласною владою, а також використання облігаційної позики АР Крим для переказу коштів в офшорні зони. У 1998 році указом Президента України було встановлено, що емісія облігацій внутрішніх місцевих позик підлягає реєстрації у НКЦПФР після погодження її розміру з Міністерством фінансів України. У цей рік була зареєстрована лише одна емісія облігацій Броварською міською радою на суму 0,5 млн грн. Надалі Міністерство фінансів України протягом чотирьох років не надавало дозволів на випуск облігацій місцевих позик. З прийняттям у 2001 році Бюджетного кодексу, який по-новому унормував процедури здійснення місцевих запозичень, процес випуску муніципальних цінних паперів інтенсифікувався, але будь-якої сталої динаміки на ринку місцевих запозичень не спостерігалось.

Протягом 2003—2009 років емітентами облігацій внутрішньої місцевої позики стали 10 міст-обласних центрів та м. Київ, а також 5 міст обласного значення. Так, у 2003 році, коли була зареєстрована емісія облігацій місцевої позики Київської міської ради на суму 100 млн грн. У серпні 2004 року до бюджету Донецька було залучено 20 млн грн. від випуску 3-річних облігацій. Запорізька міська рада випустила 2-річні облігації муніципальної позики на суму 25 млн грн. У 2005 році НКЦПФР зареєструвала 10 випусків облігацій місцевої позики на загальну суму 345 млн грн. Емісію здійснили 4 міста: Харків, Донецьк, Запоріжжя та Одеса. Протягом 2006 року на ринку облігаційних позик знову спостерігався спад: зареєстровано 7 випусків облігацій на

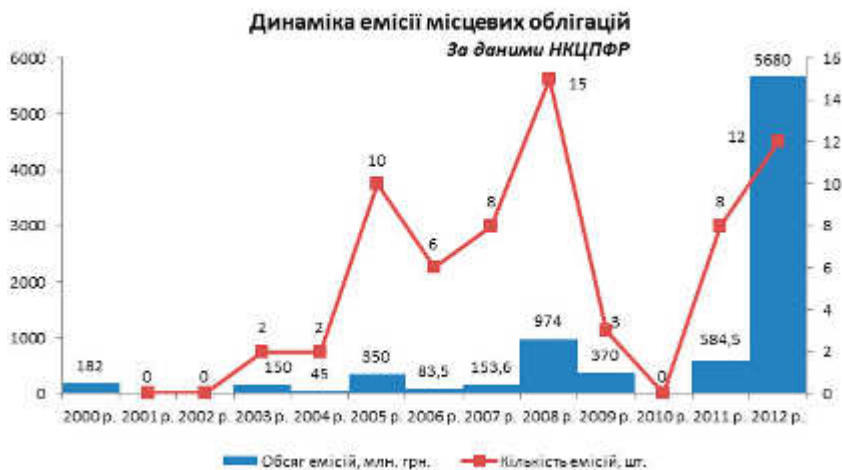


Рис. 1. Обсяг та кількість випусків облігацій внутрішньої місцевої позики в Україні у 2000—2012 роках

88,5 млн грн. Емітентами стали 5 міських рад, зокрема таких міст, як Черкаси, Івано-Франківськ, Комсомольськ, Вінниця та Донецьк [1].

Фінансово-економічна криза, що розгорнулась в Україні у другому півріччі 2008 року, суттєво позначилась на активності українських міст у застосуванні механізму облігаційних позик. Висока вартість позикових ресурсів (до 25% річних) не дала змоги більшості органів місцевого самоврядування скористатися позиковими ресурсами для наповнення бюджету розвитку. Не вдалось реалізувати плани щодо розміщення облігацій внутрішніх позик міським радам Миколаєва, Києва, Одеси, Харкова. У 2009 році НКЦПФР зареєстровано лише 3 (з шести запланованих) випуски облігацій внутрішніх місцевих позик Львівською, Луцькою та Донецькою міськими радами. Сума залучених коштів становила 272,3 млн грн., ставка купона все ще залишалась досить непривабливою. Цього року не здійснились наміри щодо випуску облігаційних позик міських рад Кам'янець-Подільського (10 млн грн.), Сум (50 млн грн.), Дніпропетровська (50 млн грн.) [1].

Очікування відновлення ринку місцевих запозичень у 2010 році після повної зупинки 2009 року були марними. Значне розширення, що спостерігалось у 2003—2008 роках, змінилось абсолютним заморожуванням ринку муніципальних облігацій. Мінфін відхилив більшість заявок на випуск облігацій, за винятком окремих проектів, пов'язаних з підготовкою Євро-2012 (Київ, Харків, Львів, Донецьк) [5]. У 2011 році облігаційні позики здійснили Харківська міська рада на суму 99,5 млн грн. та Запорізька міська рада — 25 млн грн. Відсоткові ставки за розміщеними облігаціями суттєво знизилась порівняно із 2009 роком. Також Міністерство фінансів у 2010 — 2011 роках все ж дозволило деяким муніципалітетам провести рефінансування шляхом додаткових випусків облігацій внутрішньої місцевої позики (Одеса, Черкаси) та реструктуризації боргових зобов'язань (Луцьк) задля уникнення дефолтів.

Протягом січня — жовтня 2012 року Мінфін погодив 19 місцевих запозичень, з яких 5 міст (Київ, Кременчук, Львів, Запоріжжя, Дніпропетровськ) отримали дозвіл на випуск облігацій внутрішньої місцевої позики

Таблиця 1. Напрями цільового використання запозичених коштів при емісіях місцевих облігацій

Мета позики	Емітент
Придбання обладнання для збору твердих побутових відходів	Луганськ
Реконструкція котелень, теплових мереж, мереж гарячого водопостачання, вузлів обліку пального та тепла, заходи з енергозбереження	Краматорськ, Луганськ, Луцьк, Львів, Северодонецьк, Харків
Реконструкція житлового фонду	Бердянськ, Луцьк, Харків
Будівництво житлових будинків	Донецьк, Луганськ
Будівництво об'єктів комунального і соціально-культурного призначення, будівництво медичних закладів	Донецьк, Запоріжжя, Луцьк
Реконструкція зелених насаджень парків, скверів	Луганськ
Реконструкція зовнішнього освітлення	Бердянськ, Луганськ, Львів
Розвиток міського громадського транспорту	Краматорськ
Розвиток міського електротранспорту	Кременчук
Реконструкція доріг та асфальтового покриття прибудинкових територій	Бердянськ, Бориспіль, Вінниця, Донецьк, Луганськ, Луцьк, Львів, Харків, Черкаси
Реконструкція закладів освіти	Луцьк
Внески у статутні фонди комунальних підприємств (придбання обладнання)	Харків
Реалізація екологічного проекту з переробки твердих відходів в м. Сімферополь	АР Крим
Будівництво стадіону для проведення фінальної частини чемпіонату Європи з футболу 2012 року. Будівництво та реконструкція об'єктів комунального і соціально-культурного призначення та розвитку транспортної інфраструктури в зв'язку з підготовкою до проведення фінальної частини чемпіонату Європи з футболу 2012 року	Львів Донецьк, Харків
Погашення заборгованості за векселями; виконання кредитної угоди; забезпечення подальшого розвитку дорожньо-транспортної інфраструктури та поліпшення транспортного забезпечення; будівництва об'єктів водопровідно-каналізаційного господарства; розвитку паливно-енергетичного комплексу; виконання робіт з капітального ремонту житлового фонду; внесків органів місцевого самоврядування у статутні фонди суб'єктів підприємницької діяльності	Київ

з відсотковими ставками за користування залученими коштами від 14% до 19% річних; 9 міст (Вінниця, Житомир, Горлівка, Львів, Павлоград, Конотоп, Краматорськ, Київ, Чернігів) — на отримання кредитів; і трьом містам (Луцьку, Одесі, Харкову) дозволено реструктуризація і рефінансування [4]. Загалом у 2012 році спостерігалась певна зацікавленість органів місцевого самоврядування інструментами фондового ринку для залучення інвестицій у розвиток місцевої інфраструктури. Протягом року Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку було зареєстровано 12 випусків облігацій місцевих позик на загальну суму 6,9 млрд грн., що порівняно з 2011 роком на 7,5 млрд грн. більше. Водночас, для інвесторів місцеві облігації все ще викликають низьку привабливість. Про це свідчать дані про анулювання випусків (їх скасування) НКЦПФР через неможливість розмістити облігації серед інвесторів за прийнятними для емітента відсотковими ставками. Так, протягом 2011—2012 років було анульовано емісії облігацій Дніпропетровська, Львова та Автономної Республіки Крим.

На рисунку 1 представлена динаміка загального обсягу зареєстрованої емісії та кількість випусків облігацій в Україні за період з 2000 по 2012 роки.

А протягом 2013 року ринок муніципальних облігацій в Україні знову заморозився. Українські фінансові ринки діяли в умовах девальваційних очікувань, пов'язаних з виплатами у вересні значних за обсягами боргових зобов'язань України та адміністративними методами регулювання валютного ринку. В умовах скорочення основних показників реального сектору економіки, який є досить чутливим до кон'юнктури зовнішніх ринків сировини, та за відсутності вагомих передумов для покращення ділового клімату в найближчій перспективі, фондовий ринок, звісно, реагує на нові імпульси. Таким чином, у цьому році органи місцевого

самоврядування емісію облігацій не здійснювали. І лише дванадцять міських рад здійснили запозичення шляхом отримання кредитів від міжнародних фінансових організацій зі строком погашення від 3 до 13 років [3].

Аналізуючи представлені дані, можна зазначити, що будь-якої сталої динаміки на ринку місцевих запозичень в Україні не спостерігається. За роками певного поживлення спостерігались періоди, коли міста взагалі не здійснювали запозичень. Протягом 2003—2012 років емітентами облігацій внутрішньої місцевої позики стали лише 10 міст-обласних центрів та м. Київ, а також 5 міст обласного значення. Останнє можна вважати позитивним моментом, оскільки означає посилення інституційної спроможності міст такого типу здійснювати місцеві запозичення.

Термін обігу облігацій, випущених у 2003—2012 роках, коливався від 1 до 5 років (однорічні облігації були випущені лише одного разу — у 2006 році Вінницькою міською радою). Спостерігається певна кореляція між терміном випуску облігацій і відсотковою ставкою: чим довший термін обігу, тим нижча ставка. Цей зв'язок яскраво спостерігався у 2003 та 2005—2007 роках. У 2009 році в умовах фінансово-економічної кризи ставка доходності значно зросла порівняно з попередніми роками. У 2011 році вона знову знизилась, що дає підстави зробити висновок, що органам місцевого самоврядування буде надалі вигідніше розміщувати облігації місцевої позики на довший термін.

Аналіз здійснених у 2003—2012 роках випусків облігацій внутрішньої місцевої позики, свідчить про те, що найчастіше запозичення не носили інвестиційного характеру, випуск облігацій здійснювався з метою фінансування робіт з реконструкції комунального господарства (табл. 1).

Порівнюючи форми місцевих запозичень, можна зауважити, що залучення коштів шляхом розміщення

облігацій місцевої позики є більш вигідним, ніж отримання банківських кредитів. Крім того, середньозважена ставка доходності за випущеними облігаціями була у 2007—2008 роках навіть нижчою за річний індекс інфляції у ці роки, що також можна вважати вигідним для емітентів облігацій — органів місцевого самоврядування. Виняток становить лише випуск облігацій Львівською міською радою у I півріччі 2009 року, середньозважена ставка за банківськими кредитами у цей період була на 1,5 % нижчою від ставки доходності за випущеними облігаціями — 20 %.

Водночас, ставки за кредитами в іноземних фінансових установах є значно нижчими, ніж у вітчизняних банківських установах та лише на 1—3 % нижче, ніж ставки доходності за облігаціями внутрішніх місцевих позик. Однак у ситуації значної девальвації національної валюти в умовах фінансово-економічної кризи навантаження на міські бюджети щодо обслуговування і майбутнього погашення таких кредитів значно зросли.

Облігації зовнішньої місцевої позики в Україні випускала лише Київська міська рада, яка здійснювала зовнішні запозичення за схемою опосередкованої емісії. Фактично іноземні банки, які були лід-менеджерами даного проекту, випустили і розмістили так звані сертифікати участі у кредиті, а емітент одержав позику від розміщення цих цінних паперів. Проте подібні опосередковані схеми емісії облігацій на зовнішньому ринку призводять до подорожчання випуску і появи додаткових складнощів на шляху емітента на світовий ринок капіталу.

ВИСНОВОК

На підставі проведеного аналізу динаміки ринку місцевих запозичень в Україні можна зробити загальнюючий висновок, що на шляху його подальшого розвитку існує низка перешкод, до яких відносяться: низька інституційна спроможність органів місцевого самоврядування самостійно організувати випуск облігацій і відповідно висока вартість такої організації через користування послугами професійних посередників; обмеженість джерел доходів бюджетів розвитку, за рахунок яких здійснюється погашення основної суми місцевого боргу, що зменшує можливість здійснювати запозичення; використання залучених коштів на фінансування переважно проектів, ефект від реалізації яких прямо не приводить до збільшення доходів місцевих бюджетів у майбутньому; неврахування органами місцевого самоврядування ймовірних ризиків (політичних, валютних), пов'язаних з обслуговуванням та погашенням боргових зобов'язань; зниження вимог до дотримання фіскальної дисципліни органами місцевого самоврядування шляхом списання заборгованості за позиками з єдиного казначейського рахунку, надання дозволів на здійснення запозичень для погашення зобов'язань за раніше випущеними облігаціями та ін. Вітчизняний ринок місцевих позик виявився надзвичайно чутливим до погіршення макроекономічної ситуації в країні, що проявилось у зменшенні його обсягів і подорожчанні ресурсів. Водночас процес делегування управлінських повноважень місцевому самоврядуванню і розширення його фінансової ав-

тономії є необхідний і неминучий. Тому подальше покращення ринку місцевих запозичень пов'язано, насамперед, зі стабілізацією політичної і економічної ситуації в країні та проведенням низки інституційних і структурних реформ.

Література:

1. Річні звіти Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2003—2012 роки [Електронний ресурс] / Нац. коміс. з цін. паперів та фонд. ринку. — Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>

2. Здійснені місцеві запозичення та надані місцеві гарантії у 2003—2010 роках [Електронний ресурс] / Міністерство фінансів України. — 18 жовт. 2012 р. — Режим доступу: http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=68447

3. Інформація щодо здійснення місцевого запозичення та місцевих гарантій в 2013 році [Електронний ресурс] / Міністерство фінансів України. — 14 лют. 2013 р. — Режим доступу: http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=68447

4. Місцеві запозичення, погоджені з початку 2012 року [Електронний ресурс] / Міністерство фінансів України. — 18 жовт. 2012 р. — Режим доступу: http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=354442&cat_id=68447

5. Самойлова О. Тиша на ринку муніципальних запозичень [Електронний ресурс] / О. Самойлова // Рейтингове агентство "Кредит-Рейтинг". — 06.10.2010. — Режим доступу: <http://www.credit-rating.ua/ru/analytics/review/12814/>

References:

1. The official site of National Securities and Stock Market Commission (2003—2012), "National Securities and Stock Market Commission. Annual report. Information's for Marker Development", available at: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual> (Accessed 5 September 2014).

2. The official site of Ministry of Finance of Ukraine (2012), "Implemented municipal borrowing and local warranty in 2003—2010 years", available at: http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=354435&cat_id=68447 (Accessed 1 September 2014).

3. The official site of Ministry of Finance of Ukraine (2014), Information's of the municipal borrowing and local warranty in 2013 year, available at: http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=68447 (Accessed 1 September 2014).

4. The official site of Ministry of Finance of Ukraine (2012) "The municipal borrowings approved by the beginning of 2012 year", available at: http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=354442&cat_id=68447 (Accessed 1 September 2014).

5. Samoilo, O. (2010), "Silence on the municipal borrowing market", Analysis. Comments. Credit-Rating Agency, [Online], available at: <http://www.credit-rating.ua/ru/analytics/review/12814/> (Accessed 5 September 2014).

Стаття надійшла до редакції 22.09.2014 р.