

УДК 336.3

Є. В. Золотухін,
аспірант кафедри фінансів,
Харківський національний економічний університет імені Семена Кузнеця, м. Харків

КОМПАРАТИВНИЙ АНАЛІЗ ЗАРУБІЖНОГО ДОСВІДУ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКІВ МІСЦЕВИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ: УРОКИ ДЛЯ УКРАЇНИ

Ye. Zolotukhin,
postgraduate student of the Finance Department, Simon Kuznets Kharkiv National University of Economics, Kharkiv

COMPARATIVE FOREIGN EXPERIENCE ANALYSIS OF FUNCTIONING OF LOCAL BORROWING MARKETS: LESSONS FOR UKRAINE

Актуальність статті визначається необхідністю розвитку українського ринку місцевих запозичень як передумови забезпечення соціально-економічного розвитку муніципалітетів, чому може слугувати вивчення передового зарубіжного досвіду здійснення і використання позикових коштів. У статті розглянуто європейську та американську практики здійснення місцевих запозичень, визначено особливості зарубіжних ринків місцевих запозичень, проаналізовано сучасні форми державного впливу на спроможність муніципалітетів залучати позикові кошти, його ключові способи — прямі і непрямі обмеження місцевих боргів та запозичень. У результаті дослідження зарубіжного досвіду визначено напрями його запровадження в Україні, які спрямовані на вирішення актуальних проблем вітчизняного ринку місцевих запозичень: зниження вартості здійснення запозичень, підвищення їх інвестиційної привабливості.

Relevance of article is determined by necessity of development of Ukrainian local borrowing market as a prerequisite for ensuring of social-economic development of municipalities, which can serve to study advanced foreign experience in using of borrowed funds. In the article European and American practices in the implementation of local borrowing was considered, features of foreign local borrowing was defined, modern forms of state influence on the ability of municipalities to borrow and its key methods — direct and indirect limitations on local debt and borrowing was analyzed. As a result of study of foreign experience, the directions of its implementation in Ukraine was defined, which aimed of solution of actual problems of the domestic local borrowing market: reducing costs of implementation of borrowing, increasing their investment attractiveness.

Ключові слова: ринок місцевих запозичень, муніципальні облигації, місцеві позики, дохідні муніципальні облигації, регуляторний державний нагляд, місцевий борг.

Key words: local borrowing market, municipal bonds, local loans, municipal revenue bonds, state regulatory oversight, local debt.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Ринок місцевих запозичень в Україні на сьогодні не є достатньо розвинутим, й, незважаючи на неабияку потребу органів місцевого самоврядування у інвестиційних коштах, позики й досі не стали суттєвим джерелом фінансових ресурсів місцевих рад. Натомість у зарубіжних країнах світу, передусім (але не виключно), розвинутих, муніципальні запозичення є широко поширеними: вони відіграють важливу роль у процесах реалізації регіональних і місцевих програм соціально-економічного розвитку; за їх рахунок у європейських країнах формується до 10—15% доходів місцевих бюджетів [1]. У цьому контексті дослідження передового зарубіжного досвіду у питаннях забезпечення ефективного функціонування ринку місцевих запозичень, особливо у рамках європейських прагнень української нації, є актуальним.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Вивченню зарубіжного досвіду зі здійснення і використання муніципальних запозичень, а також особ-

ливостей функціонування зарубіжних ринків місцевих запозичень присвячені роботи таких вітчизняних науковців, як: О.П. Кириленко, О.І. Тулай, М.А. Гапонюк, Н.Г. Синютка, В.М. Падалка, І.О. Луніна, В.І. Кравченко та інші. Незважаючи на наявність значної кількості наукових публікацій у цій сфері, учені здебільшого розглядають окремі аспекти функціонування зарубіжних ринків місцевих запозичень (структура, законодавче регулювання) у контексті можливості їх імплементації в українські реалії. Однак й досі невирішеними залишаються проблеми забезпечення стійкої платоспроможності міст-позичальників та створення інституційних передумов розширення обсягів ринку місцевих запозичень, спираючись на зарубіжний досвід.

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Метою статті є узагальнення зарубіжного досвіду функціонування ринків місцевих запозичень у контексті перспектив і можливостей їх імплементації в українські реалії.

Таблиця 1. Розподіл країн ОЕСР залежно від ступеня державного нагляду за місцевими запозиченнями

Адміністративний нагляд	Регуляторний нагляд	Діалог-орієнтований нагляд	Ринковий нагляд
Франція, Греція, Ірландія, Японія, Південна Корея, Люксембург, Туреччина, Великобританія	Бразилія, Фінляндія, Угорщина, Нова Зеландія, Норвегія, Польща, Португалія, Словаччина, Швеція	Австрія, Бельгія, Данія, Німеччина, Ісландія, Нідерланди, Іспанія	Канада, Швейцарія, Чеська Республіка, США

Джерело: узагальнено на основі [4].

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ

Ринки місцевих запозичень широко поширені в усьому світі, особливо у країнах Північної Америки та Європи, де місцеві запозичення виступають як "...ефективний засіб фінансування видатків муніципалітетів" [2, с. 586]; найчастіше вони здійснюються у формі муніципальних облігацій (особливо у США), кредитів банківських і небанківських фінансових установ (міжнародних фінансових організацій), рідше — бюджетних позик, останніми роками зростає інтерес кредиторів до місцевих гарантій. Переважання тих чи інших форм місцевих запозичень та специфіка цього ринку у кожній країні у цілому, передусім, обумовлюється конституційним ладом, що законодавчо встановлює характер розмежування повноважень між бюджетами різних рівнів і можливостей регіонального та муніципального рівнів влади проводити самостійну економічну політику [3]. Тобто мова йде про ступінь державного контролю за борговою політикою органів місцевого самоврядування, необхідність якого пояснюється тим, що неконтрольоване, безпідставне зростання обсягів місцевих боргів ставить під загрозу макроекономічну стабільність усієї держави. На практиці ж науковцями [4; 5] виділяється декілька підходів, які визначають ступінь такого нагляду: ринковий (муніципальна влада вільно і самостійно приймає рішення щодо обсягів здійснення запозичень, їх форм і напрямів використання — ступінь державного нагляду є низьким); діалог-орієнтоване співробітництво (полягає у координації контролю за здійсненням і використанням місцевих запозичень між національним та місцевим рівнями державного управління); регуляторний (передбачає формування фіскальних правил для обмеження обсягів місцевих боргів на основі чинної правової бази держави); адміністративний (центральний уряд країни має право безпосереднього управління місцевим боргом). У таблиці 1 представлено розподіл країн ОЕСР залежно від ступеню державного контролю за ринком місцевих запозичень.

У цілому, в унітарних країнах найчастіше застосовується регуляторний або адміністративний підхід, у той час як ринковий та діалог-орієнтований — у федеративних країнах з розвиненими фінансовими ринками і високим ступенем захисту прав кредиторів та інвесторів (Канада, США, Швейцарія). Зауважимо, що Україна, як і більшість європейських унітарних країн, належить до країн з регуляторним державним наглядом за муніципальними боргами та запозиченнями. Ступінь державного контролю також має значний вплив і на структуру самого ринку місцевих запозичень. Так, наприклад, у США широкого поширення набули муніципальні облігації, у той час як у Європі домінують банківські пози-

ки. Крім того, різняться і склад кредиторів муніципальних органів влади: у США ключовими інвесторами у муніципальні цінні папери виступають домогосподарства, у той час як у країнах Європи (ураховуючи й Україну) муніципалітети кредитуються найчастіше за ра-

хунок коштів фінансово-кредитних установ (рис. 1). Як бачимо, у 2016 р. у США частка домогосподарств на ринку сягнула 42%, у той час як за країнами Європи вона у середньому складає лише 3,5%. Таке значне перевищення пов'язане з високим ступенем довіри домогосподарств та інвесторів до муніципальних цінних паперів у США, надійність яких є близькою до федеральних казначейських зобов'язань практично з нульовим рівнем кредитного ризику, а також значною кількістю використовуваних видів таких паперів (генеральні облігації, дохідні облігації, змішані облігації) та їх похідних варіацій. Наприклад, залежно від напрямків використання коштів у США можуть випускатися дохідні муніципальні облігації, що забезпечуються доходами від: аеропортів (Airport Revenue Bonds), студентських позик (Student Loan Revenue Bonds), лікарень (Hospital Revenue Bonds), енергопостачання (Public Power Revenue Bonds), водопостачання та каналізації (Water and Sewer Revenue Bonds) тощо [6]. Більш того, у більшості штатів США процентні доходи, отримувані від інвестування у муніципальні облігації, жодним чином не оподатковуються (tax exempt muni), що додатково стимулює інвесторів (у т. ч. й домогосподарства) до активно вкладання своїх коштів у такі цінні папери.

Висока ж надійність муніципальних цінних паперів у США базується на основі чіткої законодавчо регламентованої процедури дефолту муніципалітетів, а фактично — процедури відновлення їх платоспроможності, яка убезпечує право втручання держави та штатів у фітскальні справи муніципалітетів-боржників. Зауважимо, що у США заява до суду про провадження процедури банкрутства може бути подана тільки самим муніципалітетом-позичальником. Крім того, законодавство США забороняє збанкрутілим муніципалітетам проводити операції з продажу комунальної інфраструктури з метою покриття раніше здійснених запозичень.

Вплив вищевведених чинників дозволив ринку муніципальних цінних паперів США стати найбільшим у світі: його частка становить майже 75% світового ринку таких паперів й оцінюється у 3,8 млрд доларів (майже 10% ринку боргових цінних паперів), лише у 2016 р. американськими муніципалітетами було емітовано облігацій на суму 445,8 млрд доларів, а середньоденні обсяги торгів такими цінними паперами на фондових біржах країни сягнули 10,6 млрд доларів (табл. 2).

Як бачимо з таблиці 2, протягом 2000—2016 рр. частка ринку муніципальних цінних паперів США у ВВП не опускалася нижче, ніж 14,4%, й у 2016 р. склала 20,6%. У цілому ж, протягом першого десятиліття ХХ ст. ринок муніципальних цінних паперів США активно розвивався, й лише у 2011—2014 рр. спостерігалось деяке зниження активності його учасників. Такий значний розви-

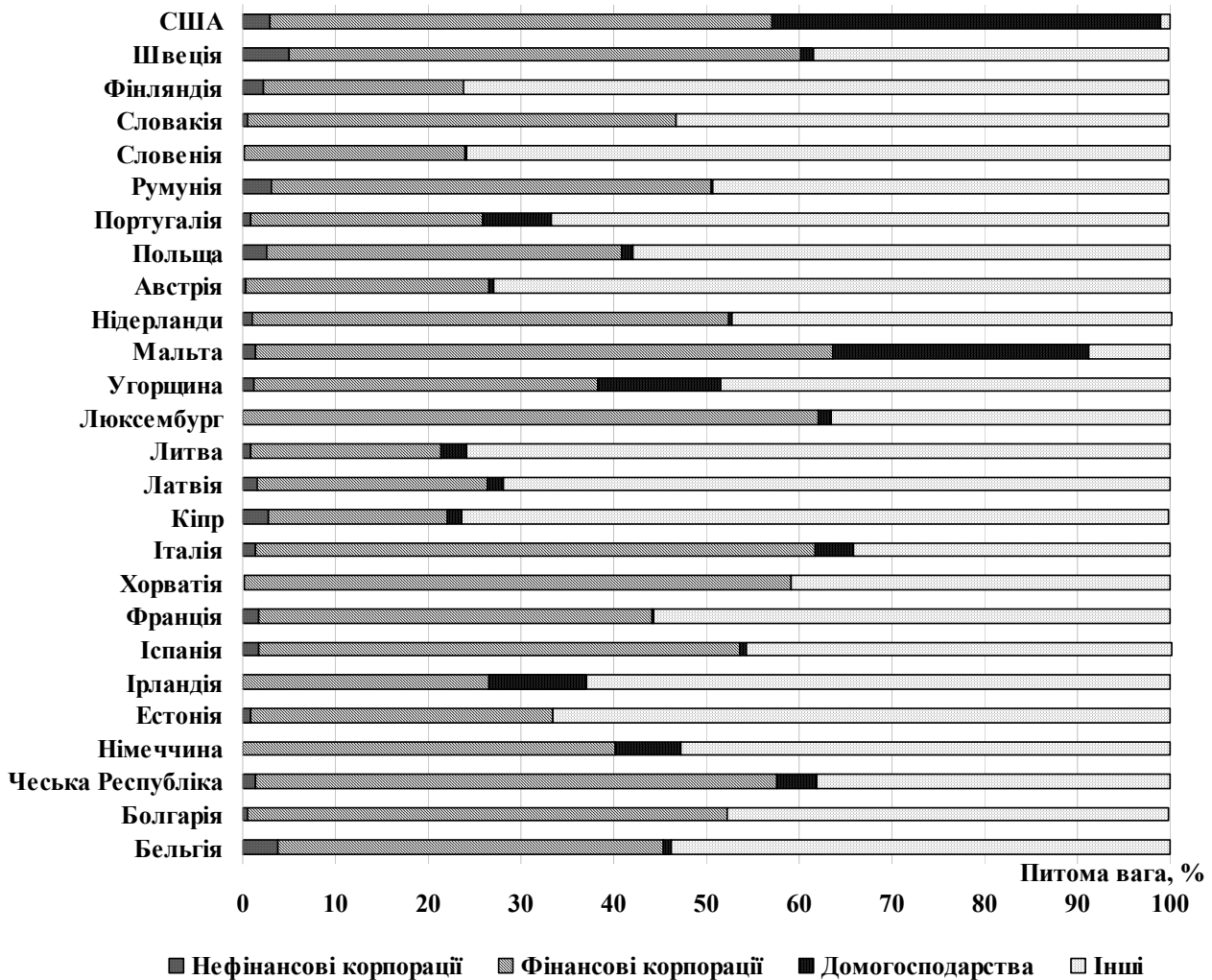


Рис. 1. Структура ринку місцевих запозичень у країнах ЄС та США у розрізі кредиторів муніципалітетів у 2016 р.

Джерело: складено на основі даних Комітету європейської статистики [7] та Асоціації учасників індустрії цінних паперів та фінансових ринків (SIFMA) [6].

ток ринку муніципальних цінних паперів у США найчастіше пов'язується науковцями [2; 9] з широким використанням у США дохідних муніципальних облігацій (так зване "проектне фінансування"). Здійснюючи емісію до-

хідних облігацій під конкретні (найчастіше високорентабельні) капітальні проекти, муніципалітети США у якості забезпечення виконання своїх зобов'язань за такими цінними паперами використовують кошти, отри-

Таблиця 2. Показники стану ринку муніципальних цінних паперів у США

Період	Обсяги емісії МЦП, млрд дол.	Обсяг ринку МЦП, млрд дол.	Частка ринку МЦП у ВВП, %	Частка ринку МЦП на РБЦП, %	Обсяг середньоденних торгів на ринку МЦП, млрд дол.
2000 р.	198,3	1480,7	14,4	9,2	8,8
2001 р.	286,2	1603,4	15,1	9,1	8,8
2002 р.	355,8	1762,8	16,1	9,3	10,7
2003 р.	380,2	1900,4	16,5	9,3	12,6
2004 р.	358,1	2875,2	23,4	12,6	14,8
2005 р.	407,2	3098,2	23,7	12,6	16,9
2006 р.	386,0	3285,1	23,7	12,1	23,1
2007 р.	429,2	3544,9	24,5	12,1	25,1
2008 р.	389,3	3658,7	24,9	11,8	19,4
2009 р.	409,6	3833,0	26,6	12,0	12,5
2010 р.	433,1	3940,0	26,3	11,7	13,3
2011 р.	295,2	3893,5	25,1	11,4	11,3
2012 р.	382,4	3887,2	24,1	11,1	11,3
2013 р.	335,2	3818,3	22,9	10,6	11,2
2014 р.	339,1	3776,3	21,7	10,2	9,9
2015 р.	405,0	3791,2	21,0	9,9	8,6
2016 р.	445,8	3833,7	20,6	9,7	10,6

Джерело: складено на основі даних Бюро економічного аналізу США [8] та SIFMA [6].

Таблиця 3. Обсяги місцевих запозичень у вигляді позик у європейських країнах у 2010-2016 рр. на 1 особу населення (у євро)

Країна	Період					
	2011 р.	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.	2016 р.
ЄС (28 країн)	–	49,71	42,46	56,17	63,80	38,50
Бельгія	157,59	172,56	154,53	192,31	279,70	22,38
Болгарія	–	0,29	0,30	0,47	0,60	0,38
Чеська Республіка	–	4,33	16,95	14,52	17,87	63,91
Данія	–	35,41	52,78	72,46	30,42	26,46
Німеччина	–	261,67	38,89	43,40	77,92	25,00
Естонія	0,08	0,30	0,99	1,60	0,38	–
Ірландія	–	–	–	47,89	12,49	–
Греція	–	–	–	8,20	24,55	–
Іспанія	8,33	9,42	12,21	18,04	15,57	6,40
Франція	–	33,96	33,28	33,41	31,49	27,83
Хорватія	4,07	3,26	3,44	2,84	5,25	4,58
Італія	–	10,39	8,69	11,88	14,23	6,31
Латвія	–	0,23	0,23	–	0,12	–
Люксембург	1,14	0,56	0,18	0,18	0,17	–
Угорщина	3,61	8,68	5,73	5,06	9,67	–
Нідерланди	123,97	247,56	268,58	409,63	350,25	0,01
Австрія	–	503,71	372,56	430,65	410,74	3,75
Польща	3,66	3,67	5,10	6,90	6,01	–
Португалія	0,01	0,95	–	–	–	5,32
Румунія	–	–	–	0,06	0,32	29,18
Словенія	0,34	0,10	0,15	0,29	0,24	34,64
Словаччина	–	0,85	0,66	–	0,52	–
Фінляндія	–	60,07	116,49	9,14	115,54	0,84
Швеція	–	–	444,72	740,84	821,68	0,04
Україна	6,66	11,74	0,03	2,89	0,06	1,11

Примітка: * дані по Україні розраховані виходячи з офіційного обмінного курсу НБУ UAH/EUR станом на 1 січня 2017 р.

Джерело: розраховано за даними Комітету європейської статистики [7] та [10].

мувані за рахунок доходів від експлуатації об'єктів реалізації таких проектів. Цей потужний фінансовий інструмент забезпечення місцевого розвитку поширений також й у багатьох розвинених країнах (Великобританія, Франція, Японія), хоча й не так суттєво. Натомість в Україні на сьогодні механізм емісії таких облігацій не запроваджений. Разом з тим, згідно з чинним законодавством погашення облігацій місцевих позик відбувається за рахунок усіх джерел доходів бюджету, а не тільки за рахунок доходів від здійснюваних капітальних проектів, що фінансуються за допомогою запозичень. Подібна ситуація спостерігається й у складі джерел фінансування видатків на обслуговування місцевих боргів: на сьогодні такі видатки здійснюються за рахунок загального фонду бюджету, а не бюджету розвитку спеціального фонду, куди мають зараховуватися доходи від реалізації капіталовкладень, профінансовані запозиченими коштами у результаті випуску дохідних облігацій. Автор вважає, що запровадження в Україні проектного фінансування сприятиме поступовому розвитку ринку місцевих запозичень та забезпечить зростання зацікавленості інвесторів до муніципальних цінних паперів зокрема. Однозначно встановлений у перспективі емісії напрям використання запозичених коштів дозволить інвесторам чітко розуміти, яким чином і скільки витрачається фінансових ресурсів для реалізації проекту, й мати впевненість у поверненні вкладених коштів (адже такі кошти інвестуються у високодохідні місцеві проекти).

Що стосується європейського досвіду, то підтримка високого рівня інтересу кредиторів до місцевих за-

позичень у цих країнах пов'язується з широким поширенням гарантуванням державою виконання органами місцевого самоврядування своїх зобов'язань. Надаючи гарантії за місцевими позиками, держава сприяє зниженню кредитного ризику для кредиторів та відсоткової ставки за користування позиковими коштами для муніципалітетів. Зазначені системи гарантування місцевих позик у Європі мають місце у таких розвинених країнах, як Нідерланди та Франція. Крім того, здійснення запозичень у формі банківських позик у цих країнах здійснюється шляхом проведення тендерних процедур (аукціонів), що гарантує найнижчу вартість залучення коштів для органу місцевої влади. В Україні ж, відповідно до чинного законодавства, держава не відповідає за борговими зобов'язаннями місцевих бюджетів¹. Як результат, порівняно з європейськими країнами обсяг місцевих позик, здійснюваних

місцевими органами влади, у розрахунку на душу населення в Україні є значно нижчим (табл. 3). Зауважимо, що у цілому за європейськими країнами спостерігається спадаюча тенденція у процесах залучення позикових ресурсів органами місцевого самоврядування.

Цьому процесу додатково сприяє пожвавлення економічної активності у країнах ЄС, що розпочалася у 2015—2016 рр. після довготривалої рецесії, викликаній світовою економічною кризою 2008—2009 рр., та призвела до зростання доходів муніципалітетів та зниження обсягів їх бюджетного дефіциту (рис. 2). У цілому ж, незважаючи на таку тенденцію, особливо серед розвинених країн Західної Європи, у країнах Центральної і Східної Європи (Чехія, Румунія, Словаччина) останніми роками спостерігається пожвавлення діяльності муніципалітетів з залучення кредитних ресурсів та відповідне зростання боргового навантаження на їх жителів.

Повертаючись до особливостей державного регулювання місцевих запозичень, зазначимо, що серед країн ЄС поширені прямі та непрямі обмеження обсягів місцевих запозичень та боргу. Так, наприклад, у Польщі обсяги прямого боргу (без урахування гарантії) не повинні перевищувати 60% загального обсягу доходів бюджету органу місцевої влади [11], видатки ж на обслуговування та погашення боргу — 15% загального обсягу доходів бюджету; у Хорватії на обслуговування боргу може спрямуватися не більше 20% загального обсягу доходів бюджету попереднього звітного року (прямі обмеження). Крім того, додатково у деяких європейських країнах (Італія, Іспанія, Бельгія, Франція) використовуються й непрямі обмеження, перш за все,

¹ Зауважимо, однак, що у 2013 р. Міністерство фінансів України виконало зобов'язання м. Києва перед його іноземними кредиторами за раніше емітованими облігаціями місцевих позик, у результаті отримало право вимоги його боргу.

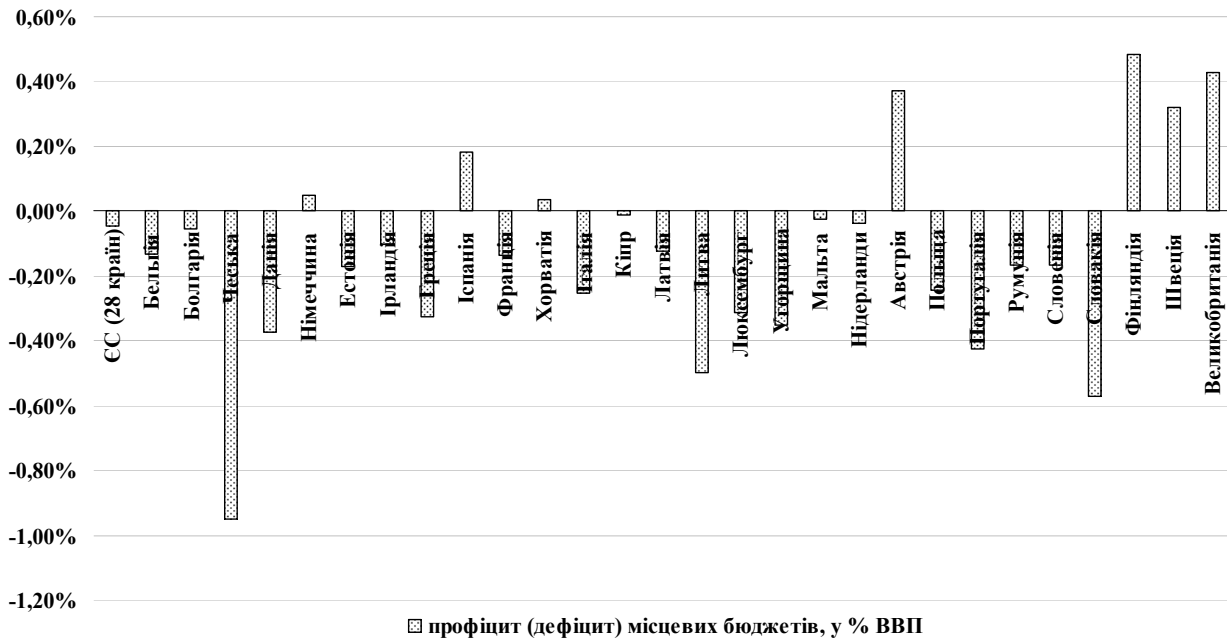


Рис. 2. Профіцит (дефіцит) муніципалітетів ЄС у 2016 р.

Джерело: складено на основі даних Комітету європейської статистики [7].

лімітування обсягів дефіциту бюджету. Наприклад, у Франції щорічний дефіцит місцевих бюджетів не може перевищувати 5% поточних доходів, включаючи профіцит попереднього року, а погашення боргу повинно здійснюватися лише за рахунок власних доходів.

Що стосується інституціональної інфраструктури ринку місцевих запозичень, то слід зазначити, що у багатьох розвинених країнах створені й функціонують певні спеціалізовані установи, метою діяльності яких є сприяння здійсненню запозичень місцевими органами влади (табл. 4).

Користування послугами таких спеціалізованих установ є вкрай доречним для європейських муніципалітетів, адже такі організації окрім консультування з питань здійснення запозичень (як у формі позик, так і облігацій) також надають позики муніципалітетам, зазвичай, за ставками, нижчими ринкових. Так, наприклад, у Швеції муніципалітети з невисокими доходами, які не можуть самостійно здійснювати емісію муніципальних облігацій внаслідок дефіциту джерел їх погашення, мають непрямий доступ на ринок облігацій через міжмуніципальну фінансову корпорацію Kommuninvest, яка виступає у якості посередника: здійснюючи емісію від свого імені, ця установа надає залучені кошти у якості позик муніципалітетам. Аналогічні послуги надає спеціалізована установа KommuneKredit муніципалітетам у Данії. Зазначимо, що добре відпрацьована система здійснення і використання залучених коштів, чітке нормативно-правове врегулювання місцевих запозичень практично унеможливають виникнення випадків неповернення запозичених коштів у таких спеціалізованих установ [12]. Для України створення такої спеціалізованої установи, покликаної забезпечити розвиток ринку місцевих запозичень, є надзвичайно актуальним. Адже її створення і використання має ряд переваг: взає-

Таблиця 4. Спеціалізовані установи, що діють на ринку місцевих запозичень у деяких європейських країнах

Країна	Спеціалізована установа
Норвегія	Комунальний Банк (Kommunal Banken)
Швеція	Kommuninvest
Нідерланди	Банк Нідерландських Муніципалітетів (Bank of Netherlands Municipalities)
Данія	KommuneKredit
Фінляндія	Municipality Finance plc

Джерело: складено на основі [12; 13].

мозв'язок всіх учасників організації колективною відповідальністю сприяє підвищенню довіри до облігацій, на відміну від ситуації, коли окремі органи місцевого самонадання виходять на ринок боргових зобов'язань самостійно; є можливість здійснити більш значні за обсягом емісії облігацій; витрати на випуск облігацій розподіляються між всіма муніципалітетами, що призводить до зменшення вартості запозичень; спеціалізовані агентства діють більш професійно при залученні запозичень, ніж окремі муніципалітети [13, с. 95].

У цілому, проаналізувавши особливості здійснення запозичень на місцевому рівні у європейських країнах, доходимо висновку, що практика здійснення місцевих запозичень є широко розповсюдженою серед зарубіжних країн.

ВИСНОВКИ

Таким чином, автором було розглянуто практику і особливості здійснення місцевих запозичень у зарубіжних країнах й проаналізовано сучасні зарубіжні форми державного контролю за муніципалітетами у питаннях залучення позикових коштів. Автором доведено, що обсяги і форми здійснення місцевих запозичень за країнами світу залежать від форм державного контролю за місцевими органами влади, конституційного ладу, ступеня розвитку фінансових ринків та захищеності прав кредиторів та інвесторів. У результаті дослідження зарубіжного досвіду визначено його окремі складові, які

запропоновано запровадити в Україні: випуск цільових дохідних облігацій місцевих позик, створення спеціалізованої установи сприяння розвитку ринку місцевих запозичень, імплементації процедури банкрутства міст у законодавство. Подальші перспективи дослідження у даному напрямі полягають у формуванні механізму і плану дій щодо законодавчого запровадження цих новацій на ринку місцевих запозичень.

Література:

1. Сторонянська І.З. Проблеми організації та ефективність використання муніципальних запозичень / І.З. Сторонянська, І.С. Музика // Фінанси України. — 2013. — № 11. — С. 45—55.
2. Тулай О.І. Зарубіжний досвід функціонування місцевих бюджетів та можливість його імплементації у вітчизняну практику / О.І. Тулай // Культура народів Причорномор'я. — 2007. — № 121. — С. 93—97.
3. Петриків А.В. Шляхи оптимізації місцевих запозичень у контексті зарубіжного досвіду / А.В. Петриків // Економіка та держава. — 2015. — № 5. — С. 88—90.
4. Ter-Minassian T. Decentralization and Macroeconomic Management / T. Ter-Minassian. — Washington DC: IMF Working paper, 1997. — 16 p.
5. Науково-методичні засади статистичного аналізу стійкості державних фінансів / С.С. Гасанов, М.В. Пугачова, Л.О. Яценко та ін. — К.: ДННУ "Акад. фін. управління", 2013. — 524 с.
6. Офіційні дані і звіти Асоціації учасників індустрії цінних паперів та фінансових ринків США (SIFMA) [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.sifma.org/>
7. Офіційні дані і звіти Комітету європейської статистики (Eurostat) [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/main/home/>
8. Офіційні звіти і дані Бюро економічного аналізу США [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.bea.gov/
9. Кириленко О. Історичний досвід, стан і перспективи розвитку місцевих запозичень в Україні / О. Кириленко, А. Лучка, Б. Малиняк // Журнал європейської економіки. — 2005. — № 1. — С. 82—104.
10. Офіційний сайт Державної казначейської служби України: річна звітність про виконання бюджетів [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477>
11. Кириленко О.П. Теорія і практика бюджетних інвестицій: монографія / О.П. Кириленко, Б.С. Малиняк. — Тернопіль: Економічна думка, 2007. — 286 с.
12. Духовна О. Правове регулювання запозичень до місцевих бюджетів у Сполучених Штатах Америки та країнах Західної Європи / О. Духовна // Підприємництво, господарство і право. — 2009. — № 10. — С. 199—202.
13. Люта О.В. Актуальні питання розвитку ринку муніципальних запозичень в Україні / О.В. Люта // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. — 2012. — Вип. 36. — С. 91—96.
14. Антонюк О.І. Місцеві позики: зарубіжний досвід для вирішення вітчизняних проблем / О.І. Антонюк,

Ю.І. Ніколішин // Формування ринкової економіки. — 2013. — № 29. — С. 437—443.

15. Мазур І.І. Особливості становлення ринку муніципальних цінних паперів в Україні / І.І. Мазур // Стратегічні пріоритети. — 2010. — № 1. — С. 23—28.

References:

1. Storonianska, I.Z. and Muzyka, I. S. (2013), "Problems of organization and efficiency of using of municipal loans", *Finansy Ukrainy*, vol. 11, pp. 45—55.
2. Tulai, O.I. (2007), "Foreign experience of functioning of local budgets and the possibility of its implementation in domestic practices", *Kul'tura narodov Prychernomor'ia*, vol. 121, pp. 93—97.
3. Petykiv, A.V. (2015), "Ways of optimization of the local borrowings in the context of foreign experience", *Ekonomika ta derzhava*, vol. 5, pp. 88—90.
4. Ter-Minassian, T. (1997), *Decentralization and Macroeconomic Management*, IMF Working paper, IMF, Washington DC, USA.
5. Hasanov, S.S. Puhachova, M.V. and Yaschenko, L.O. (2013), *Naukovo-metodychni zasady statystychnoho analizu stijkosti derzhavnykh finansiv* [Scientific and methodological basis of statistical analysis of public finances sustainability], DNU Akad. fin. upravlinnia, Kyiv, Ukraine.
6. Securities Industry and Financial Markets Association (2016), "Official data and reports", available at: <http://www.sifma.org/> (Accessed 14 May 2017).
7. Eurostat (2017), "Official data and reports", available at: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/main/home/> (Accessed 14 May 2017).
8. U.S. Bureau of Economic Analysis (2017), "Official data and reports", available at: www.bea.gov/ (Accessed 14 May 2017).
9. Kyrylenko, O. Luchka, A. and Malyniak, B. (2005), "Historical experience, condition and prospects of development of local borrowing in Ukraine", *Zhurnalievropejs'koi ekonomiky*, vol. 1, pp. 82—104.
10. State Treasury Service of Ukraine (2016), "Annual reports of budget's performance", available at: <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=146477> (Accessed 14 May 2017).
11. Kyrylenko, O.P. and Malyniak, B.S. (2007), *Teoriia i praktyka biudzhetykh investysij: monohrafiia* [Theory and practice of budget investments: monograph]: *Ekonomichna dumka*, Ternopil, Ukraine.
12. Dukhovna, O. (2009), "Legal regulation of loans to local governments in the United States and Western Europe", *Pidpriemnytstvo, hospodarstvo i pravo*, vol. 10, pp. 199—202.
13. Liuta, O.V. (2012), "Topical issues of municipal borrowing market development in Ukraine", *Problemy i perspektyvy rozvytku bankivs'koi systemy Ukrainy*, vol. 36, pp. 91—96.
14. Antoniuk, O.I. and Nikolishyn, Yu. I. (2013), "Local loans: international experience for solving national problems" *Formuvannia rynkovoї ekonomiky*, vol. 29, pp. 437—443.
15. Mazur, I.I. (2010), "Features of formation of a municipal securities market in Ukraine", *Stratehichni priorytety*, vol. 1, pp. 23—28.

Стаття надійшла до редакції 16.05.2017 р.