

А. Є. Брязкало,  
асистент кафедри фінансів і кредиту,  
Чернівецький національний університет імені Ю. Федьковича, м. Чернівці

## МІСЦЕВІ ЗАПОЗИЧЕННЯ ЯК ДЖЕРЕЛО ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ ОРГАНАМИ МІСЦЕВОГО САМОВРЯДУВАННЯ

A. Bryazkalo,  
an assistant the department of Finance and Credit of Yuriy Fedkovych Chernivtsi National University, Chernivtsi

### LOCAL BORROWINGS AS A SOURCE OF THE FORMATION OF THE FINANCIAL RESOURCES BY LOCAL GOVERNMENTS

*У статті висвітлено роль та значення місцевих запозичень як важливого джерела фінансового забезпечення розвитку місцевого самоврядування. Охарактеризовано основні форми місцевих запозичень та вимоги чинного законодавства. згідно з якими місцеві органи влади можуть залучати місцеві запозичення. Розглянуто питання стосовно випуску облігацій місцевих позик та визначення їх ролі на ринку місцевих запозичень. Значну увагу приділено дослідженню сучасного стану вітчизняного ринку місцевих запозичень, зокрема досліджено ринок облігацій місцевих позик, що є найменш розвинутим серед сегментів ринку боргових зобов'язань. Визначено основні проблеми, що перешкоджають становленню та розвитку ринку місцевих запозичень та шляхи їх вирішення з метою перетворення ринку місцевих запозичень на інструмент ресурсного забезпечення регіонального розвитку.*

*The article deals with the role and importance of local borrowings as an important source of financial provision of the local governments' development. The basic forms of the local borrowings and the requirements of the current legislation, which permit to the local governments to involve the local borrowings, are characterized in the work. We analyzed the problem of the issuance of bonds of local loans and the determining of their role in the local borrowings market. Much attention is paid to researching of the current state of the domestic market of local borrowings. Particularly we considered the market of bonds of local loans, which is the least developed among the segments of market of debt obligations. It is specially noted the main problems, which hinder the establishment and the development the market of local borrowings and the solutions to transform the market of local borrowings into the instrument of the resource support of the regional development.*

*Ключові терміни: місцеві запозичення, облігації місцевих позик, фінансові ресурси, органи місцевого самоврядування, ринок місцевих запозичень.*

*Key words: the local borrowings, of bonds of local loans, the financial resources, the local governments, market of the local borrowings.*

#### ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Останніми роками особливо актуальною стала необхідність пошуку додаткових фінансових ресурсів органами місцевого самоврядування в контексті проблеми нестачі на нестабільності джерел їх формування. Зростаюча у процесі децентралізації економічна самостійність регіонів не лише дає змогу місцевим органам влади розвивати ініціативу, а й покладає на них частину відповідальності за реалізацію економічної політики держави. Відтак, на міські бюджети лягає додатковий тягар, пов'язаний не лише із забезпеченням безперебійного функціонування всіх важливих інфраструктурних установ міста, а й зі створенням додаткових умов для їх розвитку. Недостатність бюджетного фінансування міст і областей України активізує проблему залучення необхідних ресурсів з інших джерел. За таких умов місцеві бюджети повинні використовувати можливості ринку цінних паперів за рахунок випуску місцевих облігацій та регіо-

нальних позик. Місцеві запозичення є важливим джерелом фінансового забезпечення розвитку місцевого самоврядування і є потужним фінансовим інструментом, який сприяє ефективному вирішенню поточних й довготермінових проблем, пов'язаних з фінансуванням бюджетних витратків.

#### АНАЛІЗ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ ОСТАННІХ РОКІВ

Проблемами залучення додаткових коштів за рахунок місцевих запозичень займалися багато представників економічної науки. Серед видатних вітчизняних учених слід виділити внесок О. Кириленко, О. Василюк, В. Кравченка, І. Луніної, І. Заверухи, В. Падалки та зарубіжних вчених: Е. Джорджа, Г. Петерсона, Дж. Фрідмена, Е. Добсона тощо. Зокрема, В.І. Кравченко зосереджується на відсутності ефективності державного регулювання муніципальних запозичень. В.М. Падалка вив-

чає особливості функціонування та розвитку ринку місцевих запозичень, його ролі у розвитку міст України. І.Б. Заверуха досліджує проблеми правового регулювання місцевих запозичень. На наш погляд, розгляд зазначених питань не дає цілісного уявлення про стан ринку місцевих запозичень в Україні та не дозволяє розробити системні заходи щодо його вдосконалення.

## МЕТА ДОСЛІДЖЕННЯ

Метою дослідження є вивчення ролі місцевих запозичень як важливого джерела фінансових ресурсів органів місцевого самоврядування та дослідження основних причин, що стримують розвиток даного сегменту економіки.

## ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Місцеві запозичення являються нетрадиційним джерелом залучення фінансових ресурсів в місцевий бюджет для зміцнення фінансової самостійності місцевого самоврядування та є прогресивним механізмом інвестиційної і грошово-кредитної політики в руках держави.

Місцеві запозичення — це операції, пов'язані з отриманням бюджетом коштів на умовах повернення, платності та строковості, у результаті яких виникають зобов'язання органів місцевого самоврядування перед кредиторами [8].

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 ті, 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 певну 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 [9, с. 20].

Найбільш вагому роль у фінансуванні дорогих інвестиційних проектів відіграють 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 великих суспільних потреб, таких як розвиток систем електро-, водопостачання та водовідведення, транспортних мереж, будівництво житла, закладів освіти, охорони здоров'я, культури, спорту тощо. Порівняно з іншими фінансовими інструментами емісія муніципальних облігацій має очевидні переваги: меншу вартість запозичень у порівнянні з кредитами; сплата відсотків здійснюється за графіком, встановленим емітентом, а не кредитором, що дає можливість місцевим бюджетам регулювати власні грошові потоки; випуск муніципальних облігацій не потребує надання застави кредиторам; структуру та етапи здійснення запозичень шляхом облігацій можна максимально адаптувати до інвестиційних потреб регіону; широке коло потенційних кредиторів [10].

Щодо місцевих запозичень, то вони здійснюються з метою фінансування бюджету розвитку бюджету Автономної Республіки Крим, міських бюджетів та використовуються для створення, приросту чи оновлення стратегічних об'єктів довготривалого користування або об'єктів, які забезпечують виконання завдань Верховної

Ради Автономної Республіки Крим та міських рад, спрямованих на задоволення інтересів населення Автономної Республіки Крим і територіальних громад міст [4].

З такого трактування законодавством поняття місцевих запозичень чітко простежується їх інвестиційне спрямування, покликане забезпечувати регіони промисловими та соціально необхідними об'єктами.

Згідно з чинним законодавством місцеві органи влади можуть залучатися місцеві запозичення дотримуючись певних вимог:

- сукупний обсяг запозичень до місцевого бюджету не може перевищувати обсягу дефіциту бюджету розвитку місцевого бюджету на відповідний рік;

- кошти від розміщення облігацій, які отримує емітент, залучаються до фінансування лише бюджету розвитку відповідного місцевого бюджету;

- місцеві зовнішні запозичення можуть здійснювати лише Верховна Рада Автономної Республіки Крим, Київська, Севастопольська міські ради, міські ради міст обласного значення. При цьому місцеві зовнішні запозичення шляхом отримання кредитів (позик) від міжнародних фінансових організацій можуть здійснювати всі міські ради;

- видатки на обслуговування боргу місцевих бюджетів не можуть щорічно перевищувати 10% видатків від загального фонду відповідного місцевого бюджету протягом будь-якого бюджетного періоду, коли планується обслуговування боргу;

- порушення графіка погашення основної суми боргу та платежів щодо його обслуговування з вини позичальника, позбавляє права відповідну раду здійснювати нові запозичення протягом наступних 5 років [4].

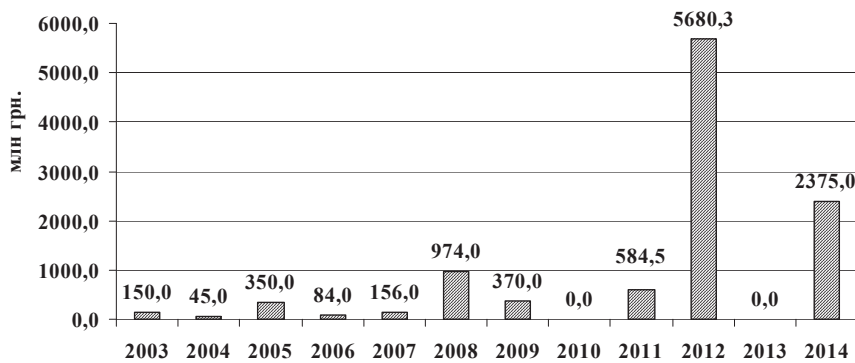
Використання запозичень органами місцевого самоврядування в Україні чітко регулюється державою. Без погодження Міністерства фінансів України, яке оцінює доцільність запозичень і здатність муніципалітету виконати взяті на себе фінансові зобов'язання, випуск муніципальних облігацій неможливий. Міністерство фінансів також стежить за цільовим використанням залучених коштів та вчасними розрахунками.

Досвід розвинених країн свідчить, що місцеві органи влади не можуть нормально функціонувати, не здійснюючи муніципальні запозичення. Це обґрунтовано специфічними макроекономічними функціями центральних бюджетів, які не в змозі повною мірою забезпечити потреби муніципалітетів у фінансових ресурсах. У розвинених економіках муніципальні запозичення використовуються широко та успішно: у європейських країнах місцеві позики формують 10—15% доходів місцевих бюджетів. Для прикладу, Великобританія емітувала близько 50 млрд фунтів стерлінгів муніципальних облігацій, Нідерланди — на суму 32 млрд євро. В Нідерландах завдяки законодавчо закріпленій системі гарантування платоспроможності муніципалітетів та згідно нормативів центрбанку муніципальні запозичення мають нульовий ризик.

Запозичення у формі облігацій місцевих позик набувають дедалі більшого розповсюдження у країнах Азії та в Японії. Найбільш потужним ринком муніципальних цінних паперів є в Сполучених Штатах і складає близько 75% світового ринку муніципальних цінних паперів. Обсяг муніципальних запозичень тут досягає 1,6 трлн дол. За рахунок цього фінансового інструменту в основному здійснюється фінансування будівництва та реконструкції об'єктів житлово-комунального господарства, закладів освіти й охорони здоров'я, сфери публічного транспорту, будівництва автомобільних доріг, портів споруд, туристичної інфраструктури. Щорічно в США здійснюється випуск близько 7 тисяч видів муніципальних запозичень, що сукупно складає близько 110 млрд дол. А з 82 тисяч органів муніципальної влади приблизно 50 тисяч здійснюють випуск цінних паперів. Існує також декілька тисяч спеціальних органів влади, що утворено з метою обслуговування проектів, під реалізацію яких було випущено муніципальні цінні папери [5].

Незважаючи на те, що місцеві запозичення мають багато переваг, особливо муніципальні облігації, для місцевих бюджетів все ж обсяг таких запозичень залишається низьким.

Особливість ситуації полягає в тому, що Україна має занадто невеликий практичний досвід мобілізації коштів



**Рис. 1. Обсяг зареєстрованих випусків облігацій місцевих позик у 2003—2014 роках, млн грн.**

на місцевому рівні. У період планової економіки муніципальні запозичення в СРСР не були актуальними, що зумовило недостатню вивченість даної проблеми у вітчизняній економічній літературі.

Перша спроба виходу місцевих органів влади на ринок позичкового капіталу відбулась у 1995 р., яка була недостатньо підготовлена, незабезпечена належною інформаційною базою і відбувалася практично за повної відсутності будь-якого нормативно-правового поля. Як наслідок, цілий ряд здійснених емісій залишилися нерезалізованими. А по деяких з них місцева влада змушена була оголосити дефолт. Результатом стала стагнація ринку муніципальних позик, яка тривала з 1998 до 2003 року, коли не було здійснено практично жодного запозичення. Відновлення активності припадає на кінець 2003 року — початок 2004 р. Перші успішні спроби здійснити запозичення на внутрішньому та зовнішньому ринках сприяли тому, що емітентами цінних паперів виступили практично всі міста-мільйонери та ряд обласних центрів, менших за розміром.

Аналізуючи динаміку зареєстрованих випусків облігацій місцевих позик з 2003 по 2014 роки, потрібно зазначити, що чітка тенденція відсутня. Ринок муніципальних позик розвивається стихійно, не рівномірно за територіальними ознаками і дуже складно спрогнозувати його розвиток (рис. 1).

Протягом 2003—2008 років відбулося суттєве збільшення обсягів зареєстрованих випусків облігацій місцевих позик із 150,0 млн грн. у 2003 році до 974 млн грн. у 2008 році, тому не даремно період 2003—2008 років можна вважати "золотим часом" для муніципальних запозичень [12].

Очікування відновлення ринку муніципальних облігацій після повної зупинки наприкінці 2009 року було марним. Пікова активність ринку у 2008 році змінилась абсолютним "заморожуванням" ринку муніципальних облігацій у 2010 році. Цьому є пояснення, оскільки українська економіка перебувала під впливом глобальної фінансової кризи, яка охопила майже всі країни Європи.

У 2011 році було зареєстровано НКЦПФР 8 випусків облігацій місцевих позик на суму 584,5 млн грн., що склало 3,41% від загального обсягу зареєстрованих випусків цінних паперів, що підтверджує на вагомий вплив вище наведених проблем на розвиток даного сектору фондового ринку. Емітентами виступали такі органи самоврядування: Верховна Рада АРК — на суму 400 млн грн., Запорізька міська рада — 25 млн грн., Черкаська міська рада — 60 млн грн. та Харківська міська рада — 99,5 млн грн. [7]. Враховуючи фінансовий стан органів місцевої влади в посткризовий період, можна було дійти висновку, що наступні випуски облігацій внутрішніх місцевих позик — лише питання часу.

У 2012 році спостерігалась певна зацікавленість органів місцевого самоврядування інструментами фондового ринку для залучення інвестицій у розвиток регіонів та їх інфраструктури. Таким чином, протягом 2012 року було зареєстровано 12 випусків облігацій місцевих позик на загальну суму 5680,25 млн грн., що у порівнянні з 2011 роком більше на 5095,75 млн грн. Для порівняння, у 2013 році Комісія не зареєструвала жодного випуску облігацій місцевих позик. У 2014 році регулятором за-

реєстровано один випуск облігацій місцевих позик Київської міської ради на суму 2375,0 млн грн. У I півріччі 2015 року муніципальні облігації не випускалися [2].

У загальній структурі торгів на ринку цінних паперів у 2014 році частка торгів муніципальними облігаціями зменшилася з 0,21 у 2013 році до 0,18 % у 2014 році. У 2014 році частка обсягу торгів облігаціями місцевих позик на біржовому ринку становила 14,11 % та зменшилася майже у два рази порівняно з 2013 роком [11, с. 34].

Поточна ситуація на ринку облігацій місцевих позик пояснюється нездатністю місцевих бюджетів конкурувати з державою, яка відтягує на себе левову частку ліквідності на внутрішньому ринку запозичень.

Досліджуючи ринок муніципальних запозичень за період з 2003 по 2014 роки, можна стверджувати, що основними емітентами даного інструмента є Київська, Львівська, Одеська, Верховна Рада АРК, Донецька, Запорізька та Харківська міські ради, що пояснюється значним зацікавленням даних органів місцевої влади у використанні такого ефективного джерела фінансування для вирішення соціальних потреб регіонів.

Ринок муніципальних облігацій, як складова фондового ринку України, поки що знаходиться лише на початковій стадії свого розвитку.

Основними проблемами, що перешкоджають становленню та розвитку ринку місцевих запозичень в Україні, є:

- скорочення попиту на муніципальні цінні папери у зв'язку із погіршенням ліквідності фінансових посередників та недовіра населення до фінансових установ;
- зростання ризику несвоєчасного повернення та сплати платежів за борговими зобов'язаннями;
- низький рівень муніципального фінансового менеджменту;
- недостатня ліквідність і привабливість муніципальних облігацій порівняно з іншими борговими цінними паперами фондового ринку;
- низький рівень підготовки працівників відповідних структурних підрозділів органів місцевого самоврядування щодо проведення роботи з підготовки та забезпечення випуску цінних паперів;
- відсутність механізму захисту прав кредиторів з контролю за цільовим використанням позикових коштів;
- низький рівень управління коштами резервних фондів позик;
- відсутність ефективної системи моніторингу реалізації інвестиційних проектів та оцінки величини кредитних ризиків за ними;
- відсутність прозорості інформації щодо діяльності емітентів [3].

Структура ринку місцевих запозичень в Україні не забезпечує необхідних темпів його розвитку, не сприяє ефективному переміщенні капіталів та зменшенню ризиків.

Вказані проблеми свідчать про необхідність реформування ринку місцевих запозичень з метою перетворення його на інструмент ресурсного забезпечення регіонального розвитку, що потребує здійснення комплексних перетворень, а саме:

- вдосконалення системи державного регулювання ринку місцевих запозичень. Це зокрема, передбачає створення правових основ функціонування цього ринку, ухвалення комплексу заходів та нормативно-правових актів, які створять правове поле для розвитку ринку та врегулювання відносин між його учасниками. Має бути ухвалена концепція розвитку такого ринку, а також нормативно-правова база з питань управління боргом;
- розширення доступу органів місцевого самоврядування до ринку внутрішніх та зовнішніх запозичень;
- спрощення процедур отримання дозволів та реєстрації випусків муніципальних облігацій;
- для підвищення надійності вкладень у муніципальні цінні папери можуть використовуватися державні гарантії, а також здійснюватися страхування відповідаль-

ності міських рад за муніципальними запозиченнями;  
 — запровадження ефективних систем страхування ризиків дефолтів за місцевими позиками;  
 — грамотне проведення маркетингової компанії щодо здійснення місцевих запозичень, дасть змогу не тільки акумулювати кошти громадян для фінансування суспільно важливих проєктів, а й залучати їх у такий спосіб до активного управління місцевим економічним розвитком та прийнятті відповідних рішень [9];  
 — спрямування залучених коштів на створення дохідних проєктів, які дозволять окупити витрати;  
 — належний рівень управління запозиченнями, тобто проведення виваженої боргової політики. Перед органами місцевого самоврядування постає завдання забезпечити оптимальну структуру боргу з метою мінімізації витрат на його обслуговування, підтримання економічно безпечного рівня боргового навантаження та забезпечення рівномірного в часі графіка виплат за борговими зобов'язаннями;  
 — забезпечити періодичне опублікування інформації щодо стану місцевого та регіонального боргу та виплат відсотків.

Існуюча практика місцевих запозичень в Україні показала слабкі місця наявної системи, однак, за умови належної законодавчої та регуляторної бази та врахування досвіду інших країн, розвиток ринку місцевих запозичень може стати необхідним джерелом фінансових ресурсів для задоволення потреб місцевих громад у якісній інфраструктурі.

## ВИСНОВКИ

Підводячи підсумок, можна сказати, що ринок місцевих запозичень в Україні розвинутий ще недостатньо, і його не можна розглядати як важливу складову боргового ринку. Однак, недивлячись на це, ми вважаємо, що це дуже важливий сегмент фінансового ринку і його обов'язково потрібно удосконалювати і створювати умови для його подальшого розвитку та зміцнення.

Місцеві запозичення повинні відіграти тільки позитивну роль в розвитку економіки регіонів. Збільшення ролі місцевих бюджетів дозволить більш ефективно використовувати запозичені кошти, спрямовувати на підтримку вітчизняних виробників, стимулювати їх у додатковому отриманні фінансових ресурсів з метою виходу на зовнішні ринки, що у підсумку сприятиме загальному економічному відродженню території.

## Література:

1. Аналітичний огляд ринку облігацій України за 2014 рік. Національне рейтингове агентство "Рюрік" [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://rurik.com.ua/documents/research/bonds\\_4\\_kv\\_2014.pdf](http://rurik.com.ua/documents/research/bonds_4_kv_2014.pdf)
2. Аналітичний огляд ринку облігацій України за I півріччя 2015 року. Національне рейтингове агентство "Рюрік" [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://rurik.com.ua/documents/research/bonds\\_2\\_kv\\_2015.pdf](http://rurik.com.ua/documents/research/bonds_2_kv_2015.pdf)
3. Барабан Л.М. Перспективи розвитку ринку муніципальних цінних паперів в Україні / Л.М. Барабан // Міжнародний науково-практичний журнал "Фінансовий простір". — 2011. — № 4 (4). — С.15—21 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://fp.cibs.ck.ua>
4. Бюджетний кодекс України від 08 липня 2010 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua)
5. Духовна О. Правове регулювання запозичень до місцевих бюджетів у Сполучених Штатах Америки та країнах Західної Європи / О. Духовна // Фінансове право. — 2009. — № 10. — С. 199—202.
6. Закон України "Про цінні папери та фондовий ринок" від 23.02.2006 № 3480-IV [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>
7. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня-грудня 2014 року. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [www.nssmc.gov.ua/user\\_files/content/62/1421936999.doc](http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/62/1421936999.doc)
8. Кириленко О.П. Місцеві фінанси: підручник / О.П. Кириленко. — К.: Знання, 2006. — 677 с.
9. Ковбасюк В.Ю. Місцеве самоврядування в Україні: сучасний стан та основні напрями модернізації: наук. доп.

/ Ю.В. Ковбасюк, К.О. Ващенко, В.В. Толкованов. — К.: НАДУ, 2014. — 128 с.

10. Малець А.М. Муніципальні запозичення як джерело фінансування вітчизняного виробника / А.М. Малець // Вісник Хмельницького національного університету. — 2010. — № 5. — Т. 2 — С. 160—163.

11. Річний звіт НКЦПФР за 2014 рік. Ринок цінних паперів. Європейський вибір: нові можливості та зростання. — Київ. — 2015 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://www.nssmc.gov.ua/user\\_files/content/58/1434454281.pdf](http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1434454281.pdf)

12. Сторонянська І.З. Проблеми організації та ефективності використання муніципальних запозичень / І.З. Сторонянська, І.С. Музика // Фінанси України. — 2013. — № 11. — С. 45—55.

13. Шевченко О.В. Інструменти розширення ринку муніципальних цінних паперів як чинника ресурсного забезпечення регіонального розвитку / О.В. Шевченко // Інститут стратегічних досліджень. — Аналітична записка. — Режим доступу: <http://www.niss.gov.ua/articles/1131>

## References:

1. Natsionalne reitynhove ahentstvo "RIuRIK" (2014), "Analytical review of bond market of Ukraine 2014", Natsionalne reitynhove ahentstvo "RIuRIK", available at: [http://rurik.com.ua/documents/research/bonds\\_4\\_kv\\_2014.pdf](http://rurik.com.ua/documents/research/bonds_4_kv_2014.pdf) (Accessed 20 Feb 2016).
2. Natsionalne reitynhove ahentstvo "RIuRIK" (2015), "Analytical review of bond market of Ukraine for the first half of 2015", Natsionalne reitynhove ahentstvo "RIuRIK", available at: [http://rurik.com.ua/documents/research/bonds\\_2\\_kv\\_2015.pdf](http://rurik.com.ua/documents/research/bonds_2_kv_2015.pdf) (Accessed 20 Feb 2016).
3. Baraban, L.M. (2011), "Development prospects of the municipal stock market in Ukraine", Mizhnarodnyi naukovopraktychnyi zhurnal "Finsanovyi prostir", vol. 4, no. 4, pp. 15—21.
4. The Verkhovna Rada of Ukraine (2010), Budget Code of Ukraine, available at: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2456-17> (Accessed 20 Feb 2016).
5. Dukhovna, O. (2009), "Legal regulation borrowings to local budgets in the United States and Western Europe", Finsanove pravo, vol. 10, pp. 199—202.
6. The Verkhovna Rada of Ukraine (2006), The Law of Ukraine "On securities and stock market", available at: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3480-15> (Accessed 20 Feb 2016).
7. National Securities and Stock Market commission (2014), "Informational reference on stock market development in Ukraine in January-December 2014", available at: [www.nssmc.gov.ua/user\\_files/content/62/1421936999.doc](http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/62/1421936999.doc) (Accessed 20 Feb 2016).
8. Kurylenko, O.P. (2006), Mistsevi finansy [Local finance], Znannia, Kyiv, Ukraine.
9. Kovbasiuk, V.Iu. Vashchenko K.O. and Tolkovanov, V.V. (2014), Mistseve samovriaduvannia v Ukraini: suchasnyi stan ta osnovni napriamy modernizatsii [Local government in Ukraine: Current State and main directions of modernization], NADU, Kyiv, Ukraine.
10. Malets, A.M. (2010), "Municipal borrowing a source of finance the domestic producer", Visnyk Khmelnytskoho natsionalnoho universytetu, vol. 5, no. 2, pp. 160—163.
11. National Securities and Stock Market commission (2015), "NSSMC Annual Report 2014. Securities Market. European Choice: New Opportunities and Growth", [Online], available at: [http://www.nssmc.gov.ua/user\\_files/content/58/1434454281.pdf](http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1434454281.pdf) (Accessed 20 Feb 2016).
12. Storonianska, I.Z. (2013), "Problems of organization and efficiency of municipal borrowing", Finansy Ukrainy, vol. 11, pp. 45—55.
13. Shevchenko, O.V. (2013), Instrumenty rozshyrennia rynku munitsypal'nykh tsinnykh paperiv iak chynnyka resursnoho zabezpechennia rehional'noho rozvytku [Instruments expanding the market of municipal securities as a factor support of regional development resource], Instytut stratehichnykh doslidzhen', available at: <http://www.niss.gov.ua/articles/1131> (Accessed 20 Feb 2016).

Стаття надійшла до редакції 02.03.2016 р.