

екоменеджменту від макро- до мікрорівня природокористування та господарювання. Це один із провідних ринкових інструментів екологізації не тільки виробництва, а й суспільно-економічних відносин у цілому, поліпшення якості життя людини, забезпечення її прав на екологічно безпечне існування.

Отже беручи до уваги вище зазначене, можна зробити висновок, що проведення екологічного аудиту є необхідним елементом системи управління підприємством. Так, для підприємства, насамперед, це можливість своєчасного виявлення та усунення екологічних правопорушень, що дасть можливість мінімізувати штрафи. Проведена об'єктивна оцінка роботи суб'єкта стимулюватиме природоохоронну діяльність, що в свою чергу підвищить інвестиційну привабливість підприємства, або навіть цілої держави. На нашу думку, стимулювання та поширення екологічного аудиту є вагомим чинником на підтримку розвитку екологічного чистого господарювання. При сталому розвитку економіки перш за все, слід враховувати особливості міжнародного законодавства в екологічній сфері, особливо в світлі політики зближення законодавства України із законодавством Європейського Союзу.

Отже можна стверджувати що Україні потрібна стабільна екологічна ситуація, покращити яку можливо шляхом впровадження екологічного аудиту. Гостро стає потреба адаптації вітчизняного законодавства до світових вимог, не забуваючи при цьому про адаптацію до існуючої ситуації в країні. Потрібно ввести обов'язковість екологічного аудиту, хоча б для підприємств діяльність яких може призвести до шкідливого впливу на навколишнє середовище, а також запровадити періодичність такої перевірки. Все це дасть змогу об'єктивно оцінити всі впливи підприємства на навколишнє середовище.

На сучасному етапі реформування економіки України обов'язковою складовою системи менеджменту підприємства є екологічний аудит. Першим важливим кроком до удосконалення системи екологічного захисту на

засадах сталого розвитку є запровадження стандартів екологічного аудиту як обов'язкових регулюючих документів на підприємстві.

Перш за все проведення екологічного аудиту це підвищення якості процесів і продукції, що є ключовим пріоритетом для компаній, яким важливо зниження негативного впливу на навколишнє середовище. До того ж якісне управління ризиками та побудова якісних комунікацій роблять економіку більш стабільною, в тому числі дають підприємствам після стандартизації можливість отримати більшу частку ринку і підвищити свою вартість. Крім того, пройшовши процедуру екологічного аудиту і публічно надавши згодом нефінансовий звіт, за твердженнями експертів, компанія підвищує лояльність природоохоронних державних органів та органів місцевого самоврядування

Взагалі для підвищення рівня інвестиційної привабливості як країни так і окремо взятих підприємств необхідно досконало оцінити систему екологічного управління, технологічні процеси, рівень екологічної безпеки, та розробити дієві інструменти і механізми екологічного аудиту, спрямованих на забезпечення дотримання екологічних стандартів та посилення екологічної відповідальності, що допоможе підвищити конкурентоспроможність українських підприємств на зовнішніх ринках, та сприятиме процесам інтеграції України до Європейського Союзу.

1. Закон України "Про екологічний аудит" від 24.06.2004 № 1862-IV// Відомості Верховної Ради України (ВВР) -2004 – N 45 – ст.500 [із змінами та доповненнями] [Електронний ресурс] // Верховна Рада України: [сайт]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1862-15>.
2. Басанцов І.В. Екологічний аудит в Україні: актуальність, проблемні питання та напрями удосконалення/ І.В.Басанцов, О.С.Пантелейчук // Механізм регулювання економіки. 2010, № 1 ст 38-46. З. Сагайдак Ю.А. Проблеми та перспективи впровадження екологічного аудиту в Україні [Електронний ресурс] / Ю.А. Сагайдак, Т.Б. Харченко – режим доступу: [http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc\\_gum/ppei/2011\\_30/Sagaidak.pdf](http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/ppei/2011_30/Sagaidak.pdf).
4. Семенова В.Ф. Екологічний менеджмент: Навчальний посібник/ За ред. В.Ф. Семенова, О.Л. Михайлик. – К.: Центр навчальної літератури, 2004. – 407 с.

Надійшла до редколегії 19.12.12

УДК 336.146

А. Козенко, асп.,  
КНУ імені Тараса Шевченка

## ЗАСТОСУВАННЯ ІНСТРУМЕНТІВ ВЕРТИКАЛЬНОГО ФІНАНСОВОГО ВИРІВНЮВАННЯ В УКРАЇНІ

*В статті досліджено інструменти вертикального фінансового вирівнювання для збалансування бюджетної системи України. Розглянуто розподіл дохідних і видаткових повноважень в Україні та виокремлені проблеми у такому розподілі.*

*Ключові слова: вертикальне фінансове вимірювання, розподіл повноважень, органи місцевого самоврядування.*

*В статье исследованы инструменты вертикального финансового выравнивания для сбалансирования бюджетной системы Украины. Рассмотрено распределение доходных и расходных полномочий в Украине и выделены проблемы в таком распределении.*

*Ключевые слова: вертикальное финансовое выравнивание, распределение полномочий, органы местного самоуправления.*

*In the article the instruments of the vertical financial equalizing for balancing of the budget system of Ukraine. Consider assignment of revenue and expenditure responsibilities in Ukraine and distinguishing problems in such assignment.*

*Keywords: vertical financial equalizing, assignment of responsibilities, local governments.*

Збільшення диспропорцій у соціально-економічному розвитку України актуалізує питання розробки ефективних механізмів їх скорочення. Збалансованість бюджетної системи досягається різними засобами державного регулювання, серед яких важливе місце надається фінансовому вирівнюванню. Збалансованість у між різними рівнями влади у бюджетній системі можна досягти застосовуючи інструменти вертикального фінансового вирівнювання. Аналіз наукової літератури свідчить, що в Україні досі не було спроби комплексно дослідити інструменти фінансо-

вого вирівнювання, як засіб досягнення збалансованості доходів та видатків між рівнями влади.

Різні аспекти фінансового вирівнювання у своїх працях досліджували такі вітчизняні науковці як Зайчикова В.В., Луніна І.О., Слухай С.В., Заброцька О.В., а також зарубіжні вчені Вознесенський Е.А., Бол Р., Ебел Р.Д., Берд Р.М. та ін.

Метою статті є дослідження сучасного стану та проблеми застосування інструментів вертикального фінансового вирівнювання в Україні.

У вітчизняній літературі досі відсутнє усталене визначення сутності і змісту вертикального фінансового вирівнювання, не дається всебічна характеристика його інструментарію. Потребують вирішення проблеми реформування інструментів вертикального фінансового вирівнювання в Україні, що забезпечить ефективне функціонування системи фінансового вирівнювання.

Значні відмінності у бюджетних доходах та видатках зумовлюють необхідність перерозподілу ресурсів через державний бюджет між різними рівнями влади з метою їх фінансового вирівнювання, що досягається застосуванням певних інструментів. Основними міжбюджетними інструментами вертикального вирівнювання є:

- розподіл видаткових повноважень;
- розподіл доходів;
- визначення нормативів закріплення податків за рівнями бюджетної системи;
- відшкодування тих витрат, які пов'язані з передачею функцій або завдань на нижчий рівень влади або ухваленням рішень, що викликали додаткові витрати інших бюджетів.

До принципів, що застосовуються при розмежуванні видаткових повноважень, належать:

- принципи функціональних фінансів – декларовані видаткові повноваження становлять основу фінансової автономії місцевого самоврядування та системи міжбюджетних відносин;
- чіткого розмежування – за кожним рівнем влади повинен бути закріплений визначений обсяг видаткових повноважень;
- макроекономічної стабільності – політика державних видатків має забезпечувати макроекономічну стабільність та економічне зростання;
- продуктивної орієнтації – Якість надання послуг оцінюється з точки зору досягнення мети, що виражається через систему індикаторів та показників;
- міжурядової гнучкості – полягає у розміщенні інфраструктури на тому рівні влади, який забезпечує постачання специфічних послуг;
- відповідності владних повноважень наявній інфраструктурі – виходячи з наявних можливостей юрисдикції та ґрунтуючись на критеріях підвищення ефективності, забезпечення якості та доступу до таких суспільних послуг;
- необхідності визначення переліку основних суспільних послуг – полягає в найефективнішому наданні державних послуг;
- ефективного розміщення – влада вищого рівня тільки тоді може надавати допомогу або брати на себе функції органів влади нижчого рівня, коли можливості останніх є недостатніми для виконання цих функцій
- субсидіарності та продуктивності – кожен рівень забезпечує ті суспільні послуги, які відповідають вищезгаданим критеріям [3];

До принципів розподілу дохідних повноважень відносять:

- субсидіарність в оподаткуванні – кожен податок повинен бути призначений для органів влади такого рівня, на якому його було б найлегше адмініструвати;
- відповідність до видаткових повноважень – місцеві органи влади повинні мати достатньо власних доходів, щоб фінансувати послуги, які їм делеговані;
- фіскальної усталеності – дохідні джерела муніципалітетів повинні бути стійкими протягом певного періоду, що забезпечує їх передбачуваність;
- мінімального контролю – органи місцевого самоврядування повинні мати мінімальний ступінь контролю над власними джерелами доходів;

- застосування бюджетних обмежень – механізм делегування дохідних джерел повинен передбачати певні бюджетні обмеження з метою стимулювання фінансової роботи органів місцевої влади;

- формування дохідних джерел – суспільні послуги, забезпечення яких делеговане місцевим органам влади, слід фінансувати за рахунок місцевих податків, зборів, оскільки вони найбільше наближені до бази оподаткування [2].

Ухвалення рішення про передачу повноважень на певний рівень влади завжди буде рішенням політичним, але при ухваленні цього рішення необхідно враховувати усі принципи, причому робити це необхідно в комплексі.

В питанні про "первинність" розподілу дохідних джерел або видаткових повноважень можна зробити висновок, що розмежування повноважень регулюється нормами права, що містяться в законах. Тому закони про перерозподіл повноважень неможливо, та і не можна міняти з такою ж частотою, як розподіляти податкові прибутки.

У концепціях бюджетного федералізму вертикальне вирівнювання трактується як процес досягнення збалансованості між об'ємом зобов'язань кожного рівня влади по витратах з потенціалом його прибуткових ресурсів (податкових надходжень). Принцип вертикальної збалансованості представляє вимоги як до вищого рівня влади (бюджету), так і до регіональної і місцевої влади (бюджетом). У разі, якщо потенційні можливості по забезпеченню прибуткової частини на нижчому рівні недостатні для фінансування надання послуг (виконання функцій), за які відповідає той або інший регіональний або місцевий орган, той центральний уряд зобов'язаний надати цьому нижчому рівню влади бракуючі бюджетні ресурси [1].

В ідеалі результатом вертикального вирівнювання є вертикальна збалансованість, яка з одного боку, припускає розумний розподіл і законодавче закріплення бюджетних повноважень за відповідним рівнем влади, з іншої – вирівнювання фінансових можливостей відповідних рівнів влади шляхом розподілу податкового потенціалу країни.

В Україні у структурі бюджетних прибутків місцевих бюджетів податкові прибутки переважають над іншими джерелами прибутків, вони формують більше половини прибутків основних місцевих бюджетів. Згідно з Податковим кодексом в Україні в наш час діють 23 податки та збори, з них 18 загальнодержавних та 5 місцевих.

Щорічно здійснюється коригування розподілу прибуткового податку з населення між рівнями бюджетної системи, це призводить до неможливості складання довгострокових планів, незацікавленості місцевої влади нарощувати власну податкову базу [6 ст.59].

Брак власних засобів у місцевих бюджетів компенсується значним обсягом фінансової допомоги з державного бюджету, що надходить у вигляді дотацій і субвенцій, які складають значну частину основного бюджету. Недостатня правова врегульованість виділення дотацій спричиняє за собою ухвалення суб'єктивних політичних рішень при розподілі видатків для місцевих бюджетів. До теперішнього часу в Україні склалася практика, коли ці кошти виділяються у більшому об'ємі тільки тим місцевим бюджетам, які голосували за політичну силу, що знаходяться до цього моменту в правлячій коаліції.

Надаючи у такому вигляді засоби бюджетам, вищі державні органи впливають на соціально-економічну політику на місцях, мають можливість контролювати використання не лише цих засобів, але і власних ресурсів регіональних органів влади.

Основні функції місцевих бюджетів встановлені Законом "Про місцеве самоврядування" [5], але в законодавстві ніде не встановлені мінімальні стандарти при

виконанні функцій або критерії їх виконання. Формулювання закону нечіткі і дозволяють органом місцевого самоврядування самостійно трактувати їх на свою користь, а державі ухилитися від їх фінансування. Ряд функцій фінансується і державним, і місцевим бюджетами. Це витрати на здійснення міжнародної діяльності, розвиток сільського господарства; забезпечення охорони довкілля і природних ресурсів; розвиток ринкової інфраструктури; організацію загальної, початкової, і середньої професійної освіти; здійснення соціальної політики; забезпечення населення послугами зв'язку; енерго-, газо-, тепло- і водопостачання і каналізації.

Предмети спільного ведення викликають суперечки між державою і місцевою владою про джерела і обсягах їх фінансування. В результаті нечіткого розмежування функцій і великого обсягу зобов'язань органів місцевого самоврядування, що покладаються на бюджети рішеннями на рівні держави, органи місцевого самоврядування не стільки проводять самостійну політику, спрямовану на забезпечення економічного розвитку місцевого самоврядування, скільки займаються роздачею соціальних посібників і засобів на виплату зарплат.

В Україні у розподілі доходів між різними ланками бюджетної системи існує ціла низка проблем:

1) відсутність у Бюджетному кодексі розподілу повноважень місцевих органів влади на делеговані й власні, що веде до зниження рівня відповідальності органів влади за фінансування видатків, а отже, до економічно неефективного використання обмежених бюджетних коштів;

2) використання при розрахунку трансфертів індексу відносної податкопримочності регіону, який може переглядатися тільки раз на три роки, не дає змоги врахувати зміни, що відбуваються у податковій базі регіону в процесі ринкових трансформацій і структурних реформ;

3) відсутність у складі доходів, що не враховуються при розрахунку трансфертів, вагомих дохідних джерел. Найбільшими джерелами у цій групі є місцеві податки і збори, плата за землю, податок на промисел, єдиний податок, питома вага яких не перевищує 5% у загальній сумі доходів місцевих бюджетів України. За рахунок таких досить незначних податків неможливо фінансувати великий обсяг місцевих суспільних благ. Таким чином, державні органи влади фактично контролюють прийняття рішень місцевими органами влади щодо фінансування більшої частини бюджетних послуг;

4) передача 100% надходжень із ПДВ і податку на прибуток підприємств до державного бюджету призвела до зниження зацікавленості місцевих органів влади у збільшенні бази оподаткування. Це, у свою чергу, створює серйозні проблеми для поповнення державного бюджету і, як наслідок, для надання трансфертів місцевим бюджетам.

Ситуація, що склалася, позбавляє місцеві органи влади фінансової самостійності, на довгі роки закріплює залежність розвитку місцевої економіки і соціальної сфери від можливостей і бажання органів влади вищого рівня вирішувати проблеми, що виникли в межах певної адміністративно-територіальної одиниці [7 ст.265].

З вище зазначеного, можна зробити висновок, що в Україні існують проблеми із застосування інструментів вертикального фінансового вирівнювання. Для розв'язання цих проблем необхідно реалізувати ряд заходів. По-перше, для чіткого розподілу доходів і видатків у бюджетну систему необхідно реформувати бюджетну політику, оподаткування і міжбюджетні відносини, при чому вони повинні розглядатися і вирішуватися комплексно, оскільки тісно взаємопов'язані, і жоден з цих елементів не може бути реформованим без врахування двох інших.

По друге, з метою підвищення зацікавленості органів місцевого самоврядування у залученні на свою те-

риторію як юридичних, так і фізичних осіб необхідно змінити систему розподілу податку на доходи фізичних осіб між місцевими бюджетами. Діюча система справляння податку з доходів фізичних осіб передбачає його надходження до місцевого бюджету за місцем роботи платника податку. Це означає, що до місцевих бюджетів не надходить податок від доходів громадян, основне місце роботи яких знаходиться поза територією певного населеного пункту. З цієї проблемою вже зіткнулись адміністративно-територіальні утворення, розташовані навколо великих міст. На нашу думку, виходом з даної ситуації є введення єдиного порядку сплати податку на доходи фізичних осіб за місцем проживання громадянина.

З метою підвищення доходів місцевих бюджетів необхідно встановити довгострокові нормативи відраховань від податку на прибуток підприємств, що значно вплинуло б на повноту зборів від даного податку на всіх рівнях бюджетної системи, сприяючи зацікавленості в цьому місцевих органів влади. Для одержання своєї частки від податку органи влади на місцях зацікавлені у збільшенні загального обсягу цього податку, що надходить на відповідній території до бюджетної системи, включаючи бюджети вищого рівня. [4 ст.160].

Дуже важливо підвищувати частку власних доходів місцевих бюджетів. Цьому має сприяти розвинута система місцевих податків і зборів, яка покликана забезпечити основні надходження до бюджетів міських, селищних і сільських рад, підтримати і розвивати місцеву інфраструктуру, роль якої дедалі зростає у проведенні соціальної та економічної політики.

Органам місцевого самоврядування, на нашу думку, слід передати ті фіскальні інструменти, які фактично є місцевими (тобто зараховуються до місцевих бюджетів). До таких належить плата за землю та податок з власників транспортних засобів. Ці податкові платежі мають високу прибутковість і стабільно надходять до бюджетів. Крім того, базу оподаткування плати та ставок за землю доцільно встановлювати на місцевому рівні, а органи місцевої влади без великих додаткових витрат (у порівнянні з іншими місцевими платежами) можуть організувати систему контролю за сплатою таких податків.

Таким чином, у статті було зазначено, що інструменти вертикального фінансового вирівнювання необхідні для усунення диспропорцій між бюджетами різних рівнів влади.

Стратегічною метою державної політики вертикального фінансового вирівнювання має бути сприяння динамічному, збалансованому соціально-економічному розвитку всієї країни шляхом раціонального управління державними та місцевими бюджетними ресурсами. Головні завдання політики вертикального фінансового вирівнювання полягають у забезпеченні повного виконання фінансових зобов'язань держави щодо надання суспільних послуг на встановленому мінімально гарантованому рівні, а також в усуненні дестимулюючих чинників і посиленні стимулюючих функцій, насамперед у напрямі заохочення органів місцевого самоврядування до збільшення власних доходних джерел. Для виконання цих завдань необхідно чітко визначити інструменти фінансового вирівнювання та механізм її застосування в Україні.

1. Martinez-Vazquez J., Charles E., The Assignment of Revenues and Expenditures in Intergovernmental Fiscal Relations [Текст]/ Martinez-Vazquez J., Charles E. // World Bank Institute's Decentralization Homepage – [Електронний ресурс]// [www.worldbank.org/decentralization](http://www.worldbank.org/decentralization). 2. Narve Rio, Tina Søreide, Bertil Tungodden Intergovernmental fiscal relations in developing countries. A review of issues // Odd-Helge Fjeldstad Chr. Michelsen Institute Development Studies and Human Rights WP 2004: 11. 3. Європейська хартія місцевого самоврядування. – 1985: [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=994\\_036](http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=994_036) 4. Загорський В.С. Бюджетно-податкова система: теорія і практика [монографія] [Текст]/ В. С. Загорський. –

Ірпінсь: Національна академія ДПС України, 2006. – 356 с. 5. ЗУ "Про місцеве самоврядування в Україні" від 21.05.97 р. 6. Луїна І.О. Державні фінанси та реформування міжбюджетних відносин [монографія] [Текст]. – К.: Наукова думка, 2006. – 432 с. 7. Яценко Ю.О. Теоретичні

основи державної політики фінансового вирівнювання [Текст] / Економіка та держава. – 2011. – № 2. – С.57-61.

Надійшла до редколегії 20.12.12

УДК 336.273.2

Л. Могилко, асп.,  
КНУ імені Тараса Шевченка

## ВНУТРІШНІ ДЕРЖАВНІ ОБЛІГАЦІЇ ЯК ІНСТРУМЕНТ ФІНАНСУВАННЯ БЮДЖЕТНОГО ДЕФІЦИТУ УКРАЇНИ

*У статті розглянуто основні етапи функціонування ринку внутрішніх державних облігацій України та особливості його використання у фінансуванні дефіциту державного бюджету. Визначено перспективні напрямки підвищення ролі вітчизняного ринку внутрішніх державних облігацій у покритті бюджетного дефіциту країни.*

**Ключові слова:** державні запозичення, облігації внутрішньої державної позики, дефіцит державного бюджету.

*В статье рассмотрены основные этапы функционирования рынка внутренних государственных облигаций Украины и особенности его использования в финансировании дефицита государственного бюджета. Определены перспективные направления повышения роли отечественного рынка внутренних государственных облигаций в покрытии бюджетного дефицита страны.*

**Ключевые слова:** государственные заимствования, облигации внутреннего государственного займа, дефицит государственного бюджета.

*In the article the main stages of the Ukrainian market of domestic government bonds functioning and features of its use in the budget deficit financing are considered. The main perspective directions of increasing the role of the domestic market of internal government bonds in the budget deficit cover are defined.*

**Keywords:** public borrowing, internal government bonds, state budget deficit.

Ринок внутрішніх державних облігацій є важливим елементом економічної системи будь-якої держави, оскільки дозволяє залучати ресурси для фінансування бюджетного дефіциту країни, через що здійснює значний вплив на соціально-економічне становище країни. Потреба в наявності у країні розвинутого ринку внутрішніх державних облігацій ще більш зростає в умовах погіршення кон'юнктури на міжнародних ринках капіталу та виникнення світової фінансової кризи, що значно обмежує доступ до зовнішніх джерел більшості країн, що розвиваються. З огляду на це, важливим є дослідження особливостей використання ринку внутрішніх державних облігацій як інструменту фінансування бюджетного дефіциту України та визначення перспективних напрямків підвищення його ролі у фінансуванні дефіциту.

Дослідженню питань використання внутрішніх державних облігацій як джерела фінансування дефіциту державного бюджету присвячені праці таких вчених-економістів як: В. Базилевич, С. Боринець, О. Василик, Т. Вахненко, Г. Кучер, І. Лютий, Р. Рак, О. Рожко, Ю. Субботович, В. Федосов, В. Шелудько, С. Юрій та багатьох інших.

Метою статті є дослідити особливості використання ринку внутрішніх державних облігацій у фінансуванні бюджетного дефіциту України протягом останніх років та визначити перспективні напрями покращення його функціонування.

Випуск внутрішніх державних облігацій відіграє важливу роль у державних фінансах більшості країн світу, підтвердженням чого є переважання в структурі їх державного боргу заборгованості по внутрішнім державним цінним паперам, частка якої коливається на рівні 70 – 80 %. Визначальна роль використання внутрішніх державних цінних паперів у фінансуванні бюджетного дефіциту країни зумовлюється наявністю низки позитивних факторів. Зокрема, випуск внутрішніх державних облігацій:

- надає можливість резидентам країни (фізичним особам, суб'єктам підприємницької діяльності та фінансовим інститутам) інвестувати кошти у ліквідні і низькоризиковані фінансові інструменти, отримувати доходи від заощаджень і підтримувати власну ліквідність;
- не знижує фінансовий потенціал країни, адже процентні платежі, які сплачуються державою за облі-

гаціями, одержують її резиденти, внаслідок чого кошти продовжують обертатися на її фінансовому ринку;

- на протипагу борговим цінним паперам зовнішньої позики, не порушує економічної безпеки країни, оскільки не надає можливості нерезидентам та урядам інших країн впливати на національну економічну політику і спричиняти небажані зміни кон'юнктури фінансового ринку країни-емітента;

- не здійснює негативного впливу на обсяг грошової маси, і, таким чином, не спричиняє інфляцію при фінансуванні дефіциту бюджету [5, с. 363].

Ринок внутрішніх державних цінних паперів України розпочав своє функціонування у 1995 році, коли вперше були емітовані облігації внутрішньої державної позики (далі – ОВДП), з метою залучення ресурсів для фінансування дефіциту державного бюджету на неінфляційній основі.

Початковий досвід використання ОВДП у фінансуванні бюджетного дефіциту, протягом 1995 – 2000 років, виявився досить невдалим, оскільки, як відомо, призвів до реструктуризації внутрішнього державного боргу за ОВДП [1, с.83]. Різні фактори призвели до проведення реструктуризації боргових зобов'язань України, від незадовільного стану економіки в країні (рецесійний стан економіки, значні темпи інфляції, девальвація національної валюти, слабкість вітчизняного фінансового ринку та інше), відсутності скоординованих дій щодо стабілізації економіки і ефективного використання позикових ресурсів, до негативного впливу нестабільності на міжнародних ринках капіталу. Однак, такий початковий негативний досвід не зумовив уряд спрямувати усі зусилля на розвиток ліквідного внутрішнього ринку державних облігацій, а навпаки, зумовив переорієнтацію на дешевші зовнішні позикові ресурси, незважаючи на те, що такі ресурси несуть у собі приховані загрози майбутній фінансовій безпеці держави. Так, протягом 2001 – 2007 років частка внутрішніх запозичень від випуску ОВДП у запозиченнях здійснених за борговими операціями в основному коливалась на рівні 20 – 40%, за винятком 2002 і 2005 років коли вона була дещо вищою і становила 55% та 63% відповідно (рис. 1).