Дильман Дмитрий Александрович. Субфедеральные займы : Финансовый механизм и институциональная структура : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10.- Волгоград, 2000.- 179 с.: ил. РГБ ОД, 61 00-8/921-2

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. Субфедеральные займы как сегмент фондового рынка 11

1.1. Развитие рынка субфедеральных облигаций 11

1.2. Фондовые индексы и методы анализа на рынке ценных бумаг России 37

ГЛАВА 2. Финансовый механизм, обслуживания государственного долга субъекта Российской Федерации 75

2.1. Анализ рынка ВОДО: исторический и методологический аспекты 75

2.2. Совершенствование финансовых механизмов обслуживания государственного долга 99

ГЛАВА 3. Институциональный аспект осуществления субфедеральных займов 120

3.1. Действующие финансовые институты рынка ценных бумаг 120

3.2. Новые функции финансовых институтов на рынке субфедеральных займов 141

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 159

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ 167

ПРИЛОЖЕНИЯ 178

**Введение к работе**

*Актуальность темы исследования.*Одной из важнейших особенностей формирования бюджетов различных уровней в современных условиях является сужение базы доходной части бюджетов и внебюджетных фондов регионов, формирующихся за счет налогов и нормированных отчислений, при этом все большая часть расходов возлагается на бюджеты субъектов Российской Федерации. По этим причинам они испытывают постоянный дефицит финансовых средств.

С другой стороны, после финансового кризиса 1998г. растет постоянный интерес инвесторов к оживлению регионального фондового рынка и появлению на нем надежного и ликвидного инструмента для вложения свободных средств.

Таким инструментом преодоления бюджетного дефицита, обеспечивающим заполнение вакуума объектов инвестиций, является рынок субфедеральных займов. Изучение механизма эмиссии, обращения, погашения субфедеральных облигаций представляет собой значительное поле для научных изысканий, а результаты исследования могут служить необходимой теоретической базой для практического использования финансовыми учреждениями субъектов Российской Федерации.

Особая необходимость анализа данной проблематики диктуется относительной неустойчивостью рынка субфедеральных займов, его болезненной реакцией на изменение экономической и политической ситуации в стране и регионе.

*Степень разработанности проблемы.*В России по проблемам субфедеральных и муниципальных займов известны работы западных экономистов. Среди них Джей К. Шим, Джоэл, Сигел О Брайен. В последние годы этому вопросу стали уделять внимание и отечественные ученые: М.Ю.

Алексеев, Я.М. Миркин,Т.Н. Первозванский, А.А. Первозванская, Л.П. Хабарова, Фельдман А.А.1

Одновременно к данной проблеме обратились и специалисты, сами успешно работающие на финансовом рынке: В.П. Баринов, А. М. Балабанов и др. Их практические пособия оказались полезными не только в прикладном отношении, но и в научном плане. Указанные авторы в своих работах отводят особое место проблемам формирования фондового рынка, его различных сегментов, развитии инвестиционного процесса, доходности ценных бумаг.

При этом вышеперечисленные авторы главным образом сосредоточили свое внимание на федеральном рынке ценных бумаг, на инструментах, обращающиеся на этом рынке, его истории и сегодняшнем дне. Рынок ценных бумаг в регионе в силу многих причин (прежде всего, существенно меньшего объема операций, слабой ликвидности, информационной оснащенности и т.д.) до сего времени привлекал к себе значительно меньшее внимание. Поэтому проблема функционирования рынка субфедеральных займов оказалась недостаточно изученной.

Актуальность и недостаточная научная разработанность проблемы предопределили выбор темы, цель и задачи настоящего диссертационного исследования.

1 Алексеев М.Ю. Государственные ценные бумаги // Бухгалтерский учет. -1992. - N 3. -С. 21-27; Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг - М: Финансы и статистика, 1992; Миркин Я.М. Российский фондовый рынок: что дальше // Рынок ценных бумаг. - 1996. - №2; Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рьшок: профессиональный курс в финансовой академии при правительстве Российской Федерации - М.: "Перспектива", 1995; Первозванский А.А., Первозванская Т.Н. Финансовый рьшок: Расчеты и риск - М.: ИНФРА-М, 1994; Фельдман А.А. Государственные ценные бумаги. - М.: ИНФРА-М, 1995. -356 с.

*Цель диссертационного исследования:*системно представить финансовый механизм и институциональную структуру рынка субфедеральных займов на основе анализа динамики функций и взаимодействия между собой составляющих элементов рынка, предложить пути совершенствования отношений на рынке субфедеральных займов.

Поставленная цель достигается решением следующих задач:

охарактеризовать рынок субфедеральных займов, как сегмент фондового

рынка;

изучить методы анализа рынка ценных бумаг и разработать предложения

по их использованию на рынке субфедеральных займов;

проанализировать региональные рынки субфедеральных займов, исходя

из методологических аспектов развития (на примере Волгоградских займов);

определением финансовые механизмы обслуживания государственного

долга субъектом Федерации;

охарактеризовать финансовых институты действующие на рынке

субфедеральных займов;

определить новые функции финансовых институтов на рынке

субфедеральных займов.  
*Предметом исследования*стали отношения и механизмы

эффективного функционирования сегмента субфедеральных займов (в том числе волгоградских областных долговых обязательств), существующие закономерности этих процессов, возможности их использования для повышения емкости регионального фондового рынка и снижения стоимости заимствования.

*Объектом исследования*выбраны первичный и вторичный рынок субфедеральных займов.

*Методологической основой исследования*послужили фундаментальные работы по теории экономических систем, финансовых и, в частности, фондовых рынков в контексте их институализации и регионализации, написанные классиками, зарубежными и отечественными учеными. Методологически автор стремился осуществлять свои разработки в рамках системного подхода, показывая общие черты и отличия, свойственные объекту исследования как типичному и в тоже время особому инструменту.

В ходе анализа использовались как общенаучные, так и специальные методы экономического анализа - выявление причинно-следственных связей на основе применения технического анализа.

*Теоретическую базу исследования*составили законодательные акты, российская и зарубежная монографическая литература, статьи в экономических журналах. В диссертации широко представлены современные взгляды экономистов относительно характера, способов и направлений функционирования рынка субфедеральных займов, его институциональной структуры.

*Информационная база исследования*представлена статистическими данными Комитета российской Федерации по статистике, статистическими данными Министерства финансов РФ, материалами справочников, ежегодников, аналитических записок, издаваемых областным финансовым управлением по Волгоградской области, данными, публикуемыми в средствах массовой информации, собственными наблюдениями автора, являющегося профессиональным участником рынка ценных бумаг.

*Вклад автора в проведенное исследование.*Наиболее важные научные результаты диссертационного исследования заключаются в следующем:

- дана периодизация развития рынка субфедеральных займов. В основе периодизации лежат качественные характеристики происходящих здесь процессов. Для первого этапа (докризисного) главным было выпуск нецелевых займов на неорганизованном

внебиржевом рынке со слабой ликвидностью. Для второго  
(кризисного) самым характерным стало снижение

платежеспособности эмитентов, повлекшее реструктуризацию многих займов. Для постреструктуризационного этапа характерно переориентация займов на инвестиционную основу;

предложенная методика расчета регионального индекса доходности субфедеральных займов, созданная на основе изучения инвестиционного анализа, позволит определять потенциальный доход инвестора при вложении средств на данном рынке;

авторская схема первичного размещения субфедеральных займов (на примере) Волгоградской области) базируется на использовании схемы андеррайтинга и позволяет повысить эффективность первичного размещения;

сформулированы предложения по удлинению сроков обращения субфедеральных займов и повышению ликвидности вторичного рынка с использованием операций РЕПО и торговли стрипами;

проведено комплексное исследование дало возможность разграничить типы рисков для инвестора и эмитента на рынке субфедеральных займов, что дает возможность предварительного просчета их с целью минимизации.

*Степень новизны полученных результатов.*Новизна полученных результатов определяется тем, что в данной диссертации впервые осуществлено системное исследование институциональной структуры и финансового механизма рынка займов субъектов Российской Федерации. На основе проведенного анализа:

- проведена периодизация развития рынка субфедеральных займов.  
Выделены этапы развития: докризисный (1992 г. - май 1998 г.),  
кризисный (июнь 1998 г. - весна 1999 г.) и

постреструктуризационный (второе полугодие 1999 г. по настоящее время);

обобщен практический опыт применения методов технического и фундаментального анализа, используемого инвестиционными институтами и коммерческими банками, применительно к рынку региональных долговых заимствований.

впервые предложен алгоритм применения системы фундаментального анализа к изучаемому сегменту фондового рынка, включающий: определение инвестиционной привлекательности регионов по экономическим и финансовым показателям и отбор лучших; исследование ликвидности ценных бумаг, выбранных эмитентов; подробный анализ производственной и финансовой системы эмитента; рассмотрение эмитента как участника фондового рынка; обоснование ценового уровня, при котором целесообразно инвестировать в ценные бумаги конкретно заданного эмитента.

предложена методика расчета индекса, отражающего доходность внебиржевого рынка субфедеральных займов;

проанализированы функции и задачи институтов рынка региональных заимствований;

обоснована авторская схема первичного размещения долговых обязательств Волгоградской области, с использованием института андеррайтеров;

сформулированы предложения по изменению качественных характеристик рынка субфедеральных займов, имеющих целью удлинить сроки обращения облигаций при сохранении высокой ликвидности рынка;

проведено комплексное исследование рисков рынка субфедеральных займов, что выразилось в разграничении типов

риска для инвестора и эмитента.

*Теоретическая и практическая значимость результатов исследования.*Диссертационное исследование может служить теоретической базой для выработки способов повышения емкости регионального фондового рынка, увеличения объема привлекаемых средств от эмиссии ценных бумаг в региональный бюджет, роста ликвидности областных облигаций. Предложенные рекомендации дают возможность корреляции поведения профессиональных участников рынка ценных бумаг и позволяют воздействовать на их деятельность в направлении, отвечающем интересам региона.

Результаты научного исследования позволяют предложить новое видение рынка субфедеральных займов, демонстрируют возможные направления его развития и совершенствования уже сегодня на примере Волгоградских долговых обязательств, помогут существенно увеличить его объем и инвестиционную привлекательность.

Ряд теоретических положений и выводов диссертационного исследования может быть использован в преподавании курсов "Региональная экономика", "Рынок ценных бумаг и биржевое дело", "Бюджетная система государства", "Финансы и кредит", "Экономический анализ", "Финансовый менеджмент" в высших и средних специальных учебных заведениях.

*Апробация работы.*Основные положения и выводы, полученные автором, докладывались на кафедре "Финансов и аудита" Волгоградской академии государственной службы, на научно-практических конференциях:

«Конституция Российской Федерации и социально-правовые условия становления местного самоуправления».- Волгоград. - декабрь, 1996г.

«Социально-политические проблемы власти в России» Волгоград. -май, 1999 г.

**«Государственное управление и местное самоуправление в**полиэтнической социокультурной среде».- Туапсе. - июль, 1999 г.

## Развитие рынка субфедеральных облигаций

Российские регионы и крупные города, всегда имевшие развитую инфраструктуру и концентрировавшие значительный объем производственных и финансовых ресурсов, вплотную подошли в начале 90-х годов к необходимости формирования регионального рынка заимствований, которая была обусловлена в первую очередь дефицитом бюджета в части поступлений в его доходную часть, а во-вторых, инвестиционным развитием регионов.

Мировой опыт свидетельствует, что без региональных заимствований не может обойтись ни одно развитое государство мира. В современных условиях достаточно широкое распространение получили субфедеральные и муниципальные займы - традиционный и широко распространенный способ для субъектов федерации или иных административно-территориальных единиц реализовывать свои финансовые потребности как краткосрочного, так и долгосрочного (инвестиционного) характера. На практике сложились два принципиально разных подхода к процессу заимствования - получение банковских кредитов и выпуск облигаций.

В странах с развитым финансовым рынком крупные города и субъекты федеральных образований являются основными эмитентами ценных бумаг. Бесспорным лидером в сфере субфедеральных и муниципальных заимствований является США. Объем обращающихся на рынке ценных бумаг в последние годы не снижается ниже 1,5 трлн. долл. В этой стране на протяжении почти двух столетий штаты и местные органы власти выпускали различные ценные бумаги, поэтому именно здесь были придуманы многие инструменты, впоследствии с успехом применяемые в других развитых и развивающихся странах, а в последнее время и в России.

Первые попытки привлечь финансовые ресурсы путем выпуска собственных облигаций регионы сделали в начале 90-х годов, в первые годы приватизации, послужившей началом формирования другого сегмента фондового рынка - корпоративным ценным бумагам. Алгоритм решения этой задачи был во многом неведом эмитентам, поэтому «разбег» получился замедленным. В 1992 г. Министерство финансов РФ зарегистрировало лишь 5 проспектов эмиссий займов местных органов власти, в 1993 г. - 8, в 1994 г. -28.

Чем объясняется затянувшийся старт выпуска субфедеральных и муниципальных облигаций (СМО). Как нам представляется, основными проблемами стоявшими перед эмитентами были: фактическое отсутствие нормативной базы, четкой технологии регистрации и инструкций по регулированию эмиссий, а также ряд других объективных и субъективных факторов.

К объективным следует отнести макроэкономическую ситуацию в стране, характеризующуюся высоким уровнем инфляции, дефицитом денег. Кроме того, высокие реальные процентные ставки подрывали доверие инвесторов не только к региональным, но и к федеральным инструментам. Рассчитывать на успех размещения региональных бумаг и сколько-нибудь «длинное» привлечение средств не приходилось. Ситуация осложнялась политической непредсказуемостью (включая проблемы политического и экономического статуса регионов), а также неразвитостью инфраструктуры, призванной обеспечить как первичное размещение облигаций, так и функционирование вторичного рынка.

## Анализ рынка ВОДО: исторический и методологический аспекты

На фоне процветания нашей столицы, где сконцентрировалась большая часть всех финансовых ресурсов страны, экономика российских регионов выглядят довольно плачевно. Ситуация такова, что основная часть производственного потенциала, без функционирования которого невозможна стабилизация экономики любой страны, находится в регионах, остро нуждающихся в финансовых средствах, а финансовые ресурсы, необходимые для развития этого потенциала, обращаются в столице. Эта, представленная столь популярно проблема, является ключевой в условиях не прекращающегося спада производства и снижения реального ВВП страны. Относительная же финансовая стабилизация во многом является искусственной, достигнутой жёсткими денежно-кредитными мерами и не отражает качественных изменений в реальном секторе экономики.

Одним из вариантов выхода из создавшейся ситуации может стать развитие региональных фондовых рынков, а именно такого их сегмента, как долговые заимствования, организованные местными администрациями. Выполняя свою основную функцию перераспределения денежных ресурсов, займы должны остановить отток финансовых ресурсов и обеспечить их дополнительное поступление в регионы.

Волгоградская область не была первой среди субъектов Российской Федерации, начавших выпуск займов еще в 1992г., так как на то были свои причины. К моменту появления первого займа эмитентом был изучен опыт выпуска и размещения ценных бумаг ряда регионов, поэтому, на наш взгляд, ему удалось избежать некоторых ошибок, присущих эмитентам докризисного периода.

Рождение Волгоградских областных долговых обязательств происходило во II полугодии 1995г. - начале 1996г. Ценные бумаги, которым предстояло завоевать доверие большого круга инвесторов вышли на рынок в период кампании по выборам президента РФ, когда ставка рефинансирования держалась на отметке 200 % годовых, средняя ставка на рынке государственных ценных бумаг составляла 130-140 % годовых, ставка по коммерческим кредитам превышала 180-200 % годовых.19 Инвестиционные институты, местные коммерческие банки, филиалы иногородних банков и юридические лица Волгоградской области отдавали предпочтение федеральным государственным ценным бумагам.

Другой причиной, сдерживавшей начало выпуска облигаций, являлась бесконтрольная и зачастую экономически не обоснованная эмиссия областных векселей. Выпуск и обращение векселей было обусловлено:

## Действующие финансовые институты рынка ценных бумаг

Организация субфедеральных займов - это новая сфера финансовой деятельности для администраций территориальных образований. До 1992 г. такой практики не существовало. Технология планирования бюджетов территорий и городов во многом сохранила элементы социалистического планирования, но в организации привлечения средств в бюджет и в их расходовании у администраций появилась относительная свобода и самостоятельность.

Одним из элементов этой свободы и самостоятельности стала возможность организации займов для реализации проектов в социально-экономической сфере. Для России это большой шаг вперед.

Руководители территориальных администраций с энтузиазмом восприняли идею организации займов. В большинстве случаев с этими идеями в администрации обращались руководители местных инвестиционных и финансовых институтов (инвестиционно-финансовых компаний, банков), специалисты, которые знакомы с зарубежным опытом и имеют соответствующую квалификацию.

Очень немногие администрации привлекали для консультирования независимых отечественных и иностранных консультантов (например, администрация Ярославской области привлекала консультантов из ИЭППП РАН, ИЭ РАН, Гарвардской школы бизнеса, Колумбийского университета).

При проведении займа эмитент должен отвести центральное место созданию инфрастуктуры рынка облигаций, развитие которой будет способствовать увеличению размеров рынка и повышению его ликвидности.

В настоящее время созданием и развитием инфраструктуры рынков субфедеральных займов озабочены в первую очередь профессиональные участники рынка. На них же падает и основная финансовая нагрузка. Власти в основном занимаются только регулированием и надзором происходящих на рынке процессов.

С другой стороны инвесторы и профессиональные участники рынка ожидают, что эмитент сам позаботится о создании инфраструктуры рынка, обеспечивая ликвидность выпущенных облигаций. Никто не подсчитывал, во что это обходится эмитенту, и не дешевле ли отказаться от него, использовав частное размещение или уже существующие структуры. Известны случаи, когда агенты администрации, ответственные за поддержание ликвидности местных облигаций, получали просто вознаграждение «от оборота». Оборот, конечно, есть, но превалируют при этом интересы агента, а не эмитента, так как агенты могут создавать только видимость оборотов, используя «добрые» связи с крупными компаниями.

При этом, нельзя также забывать зачастую оправданные амбиции регионов: не иметь своего регионального рынка ценных бумаг не престижно и политически не верно.