Пфау Евгений Вильевич. Субфедеральный займ как дополнительный финансовый источник бюджета субъекта Российской Федерации : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 1999 162 c. РГБ ОД, 61:00-8/785-6

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Теоретические основы процесса осуществления займов местными органами государственной власти 12

1.1. Зарубежный опыт эмиссии ценных бумаг местными органами государственной власти 12

1.2. Социально-экономическое содержание и опыт государственного заимствования субъектами РФ 34

1.3. Условия проведения субфедеральных займов в России 58

Глава 2. Субфедеральный займ как дополнительный источник финансовых ресурсов в экономике субъекта РФ. 73

2.1. Механизм и критерии эффективности выпуска, размещения, оборота и погашения субфедеральных и муниципальных ценных бумаг 73

2.2. Обеспечение бюджетной устойчивости субъекта РФ при осуществлении субфедерального займа (на материалах Республики Хакасия) 98

2.3. Формирование эффективной региональной стратегии заимствования на рынке ценных бумаг 117

Заключение \*4^

Библиографический список использованной литературы 156

**Введение к работе**

Актуальность исследования и степень разработанности проблемы- Российский бюджетный федерализм характеризуется трехуровневым бюджетным устройством: федеральный бюджет, бюджет субъекта федерации, местный бюджет.

В условиях общего кризиса экономики России бюджеты всех уровней выдерживают серьезную нагрузку, так как в связи с падением объемов производства снижается налоговая составляющая доходной части бюджетов. Органы государственной власти, отвечающие за формирование и исполнение бюджета, стремятся увеличить неналоговые поступления в соответствующий бюджет при помощи займов.

В 1992-1998гг. большое распространение получили займы, осуществляемые субъектами Российской Федерации. Однако, достаточно большое количество субъектов РФ в 1998-1999гг. объявили о невыплате долга по своим обязательствам, что привело к потере доверия инвесторов к данным регионам и еще большему углублению долгового кризиса.

Вот почему разработка принципов наиболее рационального процесса государственного заимствования субъектом РФ средств на финансовом рынке, а также механизмов использования привлеченных средств и их возврата является весьма актуальной задачей на сегодняшний день.

Региональная финансовая система имеет ряд особенностей, связанных как с экономико-географическими условиями, так и с факторами политического характера, но имеется и ряд общих черт присущих современному состоянию всех субъектов РФ:

сужение налоговой базы формирования доходной части  
бюджета субъекта РФ;

увеличение региональных расходов;

большой объем платежей в бюджет субъекта РФ осуществляется в неденежной форме (взаимозачетные схемы);

нехватка средств на поддержку социальной сферы и значимых отраслей региональной экономики.

Именно нехватка денежных средств вынуждает руководство субъекта РФ осуществлять займы. Практика внутреннего и внешнего государственного заимствования денежных средств местными органами власти широко распространена в международной экономике. При правильной организации заимствованные средства стимулируют государственную экономику, снижают налоговое давление на хозяйствующие субъекты, не подрывая при этом, стабильности государственной экономической системы.

Об общих принципах государственного заимствования писали еще классики научной экономической мысли: А. Смит, А Маршалл, Д. Кейнс, и др. Эту тему освящали современные западные ученые: Фишер, Додан, Брю и Макконнелл, П. Самуэльсон, Л. Энджел и Б. Бойд, Р. Маккэн и М. Перлман, Р. Вон, С Редберн, А. Кульман и другие.

Необдуманная государственная политика, направленная на  
финансирование бюджетного дефицита при помощи эмиссии  
краткосрочных облигаций (ГКО, ОФЗ) привела страну к  
финансовому кризису. В связи с этим необходимы серьезные  
научно-теоретические исследования российской системы

внутреннего государственного заимствования на организованном

рынке ценных бумаг, для того, чтобы не допустить подобных ошибок в будущем.

Интерес с научной точки зрения представляет субфедеральный и муниципальный опыт заимствования денежных средств на рынке ценных бумаг, так как задолженность субъектов РФ и муниципальных образований не включается напрямую в структуру государственного долга России, но является как бы скрытой формой государственного долга.

За последние годы объем эмиссии субфедеральных долговых обязательств стремительно растет. По данным Министерства финансов РФ суммарный объем выпуска муниципальных и субфедеральных ценных бумаг в 1997г. превысил 29 млрд. руб., что составляло 7,1 % объема эмиссии федеральных ценных бумаг. По сравнению с концом 1996г. объем эмиссии на начало 1998г. увеличился в 2,7 раза.

Более 80 % общего объема средств, привлеченных при помощи выпуска ценных бумаг субъекты РФ направили на финансирование бюджетного дефицита или на оплату долга по уже выпущенным ценным бумагам. После кризиса августа 1998г. спрос на все государственные ценные бумаги очень низкий, поэтому многие регионы столкнулись с проблемой неразмещения своих ценных бумаг и, соответственно, встал вопрос либо платить по ранее выпущенным обязательствам в ущерб другим статьям расходов бюджета, либо не платить вообще (действуя по методу федерального Центра).

*На сегодняшний день главная задана в области местного государственного кредитования - придать инвестиционный характер процессу выпуска, размещения ценных бумаг и использования полученных средств.*

Принципиальное отражение проблемы теории и практики государственного заимствования на федеральном и региональных уровнях в России и за рубежом находят в трудах В. Баринова, Т. Бердниковой, В. Воли, А. Данкова, Е. Карликова, А. Куликова, Л. Павловой, Б. Рубцова, В. Тарачева, А. Фельдмана.

После кризиса 17.08.1998г. многие отечественные ученые, чиновники и практики фондового рынка занимаются изучением причин краха организованного рынка государственных ценных бумаг.

Вместе с тем проблемы и особенности местного государственного кредитования субъекта РФ в том числе при помощи выпуска ценных бумаг в условиях реформируемой экономики, а также принципы инвестиционного использования полученных средств пока не нашли достаточного освещения в трудах отечественных ученых. На сегодняпший день назрела объективная необходимость в теоретическом осмыслении активно происходящего в России процесса регионального заимствования, научного обоснования потребностей субъекта РФ в осуществлении выпуска ценных бумаг, выявлении наиболее удобных с точки зрения эмитента форм и методов заимствования, определении объектов и способов приложения эмиссионных средств.

Этим обусловлен выбор темы диссертационного исследования.

Цели и задачи исследования. Цель настоящей диссертации состоит в определении социально-экономической сущности процесса рационального заимствования субъектом РФ денежных средств на финансовом рынке и эффективного их использования и возврата, а также выявлении основных особенностей, механизмов и

стратегических направлений государственного кредитования субъекта РФ, не подрывающих бюджетную устойчивость эмитента.

Исходя из поставленной цели, в работе выдвигаются следующие задачи:

проведение анализа зарубежного опыта эмиссии ценных бумаг местными органами власти, для выявления положительных и отрицательных сторон опыта Западных стран в данной области;

исследование социально-экономического содержания государственного заимствования субъектами РФ;

обобщение современных экономических и нормативно-правовых условий осуществления субфедеральных займов в России;

раскрытие принципов эффективности выпуска, размещения, оборота и погашения субфедеральных ценных бумаг;

оценка финансового положения субъекта РФ, как эмитента субфедеральных обязательств (определение кредитного рейтинга субъекта РФ, бюджетной устойчивости, кредитной истории и т.д.) на примере Республики Хакасия;

формирование эффективной региональной стратегии заимствования на рынке ценных бумаг.

**Объектом исследования**является система заимствования и использования денежных средств субъектом РФ, при помощи субфедерального займа, который выступает дополнительным (неналоговым) финансовым^источником бюджета субъекта \_\_РФ,\_ а также влияние данного процесса на финансовое положение субъекта РФ.

Предметом исследования являются экономические отношения, отражающие социально-экономическую сущность процесса рационального заимствования субъектом РФ денежных средств на рынке ценных бумаг н эффективного их использования.

Методы исследования. В процессе диссертационного

научного исследования использовались метод сравнительного экономического анализа, метод аналогии, математический, статистический метод экономического моделирования и многофакторного анализа. Используя метод многофакторного анализа, исследовались функциональные взаимозависимости социально-экономических показателей субъектов РФ и размера, продолжительности и способов заимствования ими средств.

Теоретической основой исследования явились суждения и выводы зарубежных и отечественных ученых-экономистов по вопросам теории и практики государственного заимствования на рынке ценных бумаг, выявленные современными отечественными учеными тенденции, принципы и проблемы государственного кредитования на региональном уровне, выраженного в виде облигационного займа.

Научная новизна исследования состоит в следующем:

1. На основе обобщения научных взглядов, отражающих  
социально-экономическую сущность местного государственного  
кредитования в России и за рубежом конкретизировано содержание  
понятия субфедерального займа как механизма неналогового  
привлечения дополнительных финансовых ресурсов в экономику  
субъекта РФ на условиях срочности, платности и возвратности.

2. Автором определены принципы эффективности  
субфедерального займа для экономики субъекта РФ. *Основным  
критерием эффективности займа является отношение социально-*

*экономического результата от проведения займа к затратам на его осуществление. Эффективность субфедерального займа напрямую зависит от цели займа и технологии осуществления привлечения, размещения и возврата средств.*Экономический механизм субфедерального займа исследован в работе как совокупность рыночных технологий государственного кредитования, направленных на реализацию поставленных перед Администрацией субъекта РФ стратегических задач.

3. Соискатель обосновал необходимость введения в практику  
осуществления субфедерального займа дополнительного  
предэмиссионного этапа - оценки финансового положения эмитента  
(субъекта РФ), его бюджетной устойчивости, кредитной истории и  
других бюджетно-финансовых показателей. Предложил методику  
проведения вышеназванной оценки финансового положения  
субъекта РФ, которая позволяет:

выявить предельно допустимый для данного субъекта РФ размер внутреннего и внешнего государственного долга;

разработать наиболее удобные для эмитента параметры эмиссии ценных бумаг (срок заимствования, форма выпуска и размещения, номинал облигаций и т.д.);

определить предельно-допустимую для эмитента норму процента по облигациям;

Провел исследование экономических показателей Республики Хакасия как эмитента субфедеральных ценных бумаг.

4. Разработал эффективную стратегию осуществления  
субфедёрального Ііайма "малого\*\*"субьекта^РФгтак как-принципы  
организации займа региона, имеющего сравнительно небольшие  
бюджетно-финансовые показатели и географически удаленного от  
центров биржевой торговли ценными бумагами существенно

отличаются от параметров выпуска ценных бумаг крупными регионами России, имеющих развитую инфраструктуру рынка ценных бумаг.

5. Доказал, что в современных условиях экономики России  
наибольшую актуальность имеют субфедеральные займы,  
направленные на решение инвестиционных задач региона.  
Проработал организацию целевого инвестиционного займа "малого"  
субъекта РФ - проекта выпуска облигаций промышленного развития  
Республики Хакасии для финансирования строительства значимого  
для региона объекта (завода по производству алкогольной  
продукции).

6. Рекомендовал методику определения среднерыночной  
ставки доходности (нормы процента) по субфедеральным  
облигациям с учетом льгот по налогообложению дохода от владения  
данными ценными бумагами.

7. На примере Республики Хакасия диссертант доказал, что  
рациональное осуществление субфедерального займа позволяет  
субъекту РФ увеличить налогооблагаемую базу региона, размер  
налоговых поступлений в бюджет, поддержать отрасли экономики  
без ущерба для социальных статей расходов бюджета, улучшить  
инвестиционный климат в регионе.

Практическая значимость и апробация исследования. Основные теоретические и практические выводы и положения, разработанные в диссертации, могут быть использованы органами государственной власти субъектов РФ и муниципалитетов при подготовке и осуществлении займов; при формировании системы государственного контроля за осуществлением субфедеральных займов в РФ; в учебном процессе при изучении курса "Финансы

денежное обращение и кредит", "Государственные и муниципальные финансы", "Рынок государственных ценных бумаг".

Основные положения и вывод диссертации обсуждались на научно-практической конференции "Экономика Республики Хакасия: развитие через инвестиции" (17-18 декабря 1998г. г. Абакан).

Конкретные практические рекомендации, изложенные автором, были использованы при формировании стратегии осуществления займов Правительства Республики Хакасия и мэрии г. Абакана.

По теме диссертации автором опубликованы 3 статьи общим объемом 1,5 п.л.

## Зарубежный опыт эмиссии ценных бумаг местными органами государственной власти

История рынка ценных бумаг насчитывает по крайней мерее четыре столетия. Естественно, что накопленный за многие годы опыт организации фондового дела используется при создании различных институтов и инструментов российского рынка ценных, бумаг. Перекочевав на российскую почву, многие инструменты фондового рынка подверглись изменениям - были адаптированы к российским условиям. В России ценные бумаги на сегодняшний день часто выполняют не свойственную им роль (выступают заменителем денежных средств, с -их помощью выстраиваются финансовые пирамиды и т.д.).

Согласно действующему законодательству РФ (Федеральный закон "О рынке ценных бумаг")1 эмиссионная ценная бумага - любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками: закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных законом формы и порядка; размещается выпусками; имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

Исходя из цели исследования наибольшее внимание в работе уделено облигациям. Облигация - эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный ею срок ее номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента от этой стоимости или иного имущественного эквивалента. Эмитент - юридическое лицо или органы исполнительной власти либо органы местного самоуправления, несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ими1.

Необходимо заметить, что социально-экономические условия России на современном этапе (этап переходной экономики) настолько уникальны, что недопустимо простое перенесение передового зарубежного опыта государственного кредитования на российскую почву. Об этом свидетельствует опыт построения пирамиды ГКО-ОФЗ, когда разработанные и внедренные в России, при помощи ведущих западных экономистов система внутренних государственных займов и организованный рынок государственных облигаций привели страну к несоразмерно быстрому росту государственного долга и сильнейшему финансовому кризису августа 1998г.

## Социально-экономическое содержание и опыт государственного заимствования субъектами РФ

В современных российских научно-экономических периодических изданиях много споров ведется по вопросу целесообразности государственного кредитования в России в условиях переходной экономики. Достаточно большую активность на финансовых рынках проявляют органы государственной власти субъектов РФ и муниципалитетов, выступая в качестве заемщиков, в том числе при помощи выпусков ценных бумаг.

В условиях хронического дефицита финансовых средств федеральный центр постоянно стремится перераспределить потоки финансовых ресурсов в свою пользу.

В настоящее время из субфедеральных и муниципальных средств финансируется почти все расходы на среднее образование, более половины - на здравоохранение, свыше 80 % на коммунальные услуги, 60 % на содержание жилья.

Скудные средства Фонда финансовой поддержки регионов (ФФПР) не позволяют полностью удовлетворить потребности регионов. В 1998г. они нуждались в трансфертах на сумму 120 млрд. руб., а бюджет фонда был утвержден в размере 39,2 млрд. руб. РІменно хронический бюджетный дефицит вынуждает субъекты РФ и муниципалитеты выходить на финансовые рынки в качестве заемщика.

Социально-экономическая сущность субфедерального займа состоит в том, что использование займов позволяет администрации региона:

во-первых, осуществлять финансирование инвестиций в региональную экономику, не снижая социальные расходы;

во-вторых, поскольку создаваемые в рамках инвестиционных проектов объекты инфраструктуры функционируют в течение десятков лет, то использование займов позволяет не только в короткие сроки обеспечить финансирование проектов, а значит провести видимые улучшения социальной инфраструктуры субъекта РФ, но и равномерно распределить расходы между всеми поколениями жителей, пользующимися созданной инфраструктурой.

в-третьих, осуществление капиталовложений за счет средств, полученных от займов, в перспективе дает возможность увеличить социальные затраты в связи с увеличением налогооблагаемой базы субъекта РФ, а, как следствие, и объема налоговых платежей в бюджет.

Кризис августа 1998г. дал возможность по-новому оценить принципы и риски размещения и погашения субфедеральных облигаций в условиях переходной экономики России. Займ можно признать эффективным с точки зрения положительного результата для экономики региона, в случае, если эмитент, получив дополнительные финансовые ресурсы, не подорвал основу собственной финансовой устойчивости.

Облигационный займ субъекта РФ - это форма государственного кредита, с помощью которого достигается аккумулирование временно свободных средств физических и юридических лиц, где заемщиком выступает государство в лице местных органов государственной власти.

Парад дефолтов (невыплат) по муниципальным облигациям в 1998-99гг., вслед за дефолтом по федеральным госбумагам 17.08.98г., заставил многих отечественных экономистов пересмотреть свои подходы к проблеме местного государственного кредитования при помощи муниципальных займов.

## Механизм и критерии эффективности выпуска, размещения, оборота и погашения субфедеральных и муниципальных ценных бумаг

Отрицательный опыт Федерального центра в области внутреннего государственного заимствования при помощи ГКО-ОФЗ дает повод ставить вопрос о том, что в условиях переходной экономики России внутреннее государственное кредитование на местном уровне неоправданно рискованное мероприятие.

С другой стороны, очень многие финансовые структуры имеют потребность в инструментах вложения достаточно значительных денежных средств, с целью получения с определенной периодичностью процентов от вложенных средств. Мечта многих граждан (особенно пенсионного возраста) - накопить большую сумму денег, вложить их и жить на проценты.

Государство или местные органы государственной власти -единственный достаточно надежный заемщик, которому инвесторы могут доверить свои временно свободные средства и не использование этих ресурсов для инвестиционных или иных целей представляется неправильной государственной экономической политикой.

В решении данной проблемы ключевую роль играет правильная организация займа, рациональное управление государственным долгом, недорогая стоимость кредитных ресурсов и экономически оправданное их вложение.

Важно создать концепцию субфедерального займа, которая, не подрывая финансовой устойчивости субъекта РФ, позволяет привлечь дополнительные финансовые ресурсы для реализации общественно значимых региональных проектов, а при определенных объективных условиях и финансирования бюджетного дефицита (главным условие для этого, на наш взгляд, является стабильный рост ВРП региона, а как следствие и рост налоговой доходной части бюджета).

Для осуществления займа с наибольшей эффективностью для экономики региона, администрация субъекта РФ должна твердо знать цели привлечения средств, объекты для инвестирования и источники погашения займа.

Исходя из целей поставленных в рамках диссертационной темы, субфедеральный займ исследуется как механизм неналогового привлечения дополнительных финансовых ресурсов в экономику субъекта РФ на условиях срочности, возвратности и платности.

Экономический механизм в теоретическом плане явление сложное и многофакторное. Экономическим механизмом является совокупность экономических инструментов и последовательность действий по их использованию субъекта экономической деятельности, направленных на получение конкретного результата (прибыль, оптимизация платежей, получение оборотного капитала, финансирование дефицита или инвестиционного проекта и т.д.).

Структура экономического механизма состоит из следующих отдельных звеньев:

постановление задачи (анализ проблемы);

выбор инструментов, определение последовательности действий направленных на решение поставленной задачи;

использование экономических инструментов;

подведение итогов.

На современном этапе субфедеральный займ необходимо рассматривать как экономический механизм, совокупность рыночных технологий направленных на реализацию поставленных перед Администрацией субъекта РФ (субъект экономического механизма) стратегических задач. Фактически механизм (технология) организации субфедерального займа состоит из трех взаимосвязанных этапов:

1) привлечение средств эмитентом на наиболее выгодных условиях;

2) направление (использование) средств;

3) возврат полученных ресурсов и оплата процентов за пользование кредитными ресурсами.

В практике организации субфедерального (как и любого другого займа), выраженного в долговых обязательствах (ценных бумагах) вышеназванные три этапа называют: размещение ценных бумаг, инвестирование средств от размещения (в этот этап происходит оборот обязательств на вторичном рынке ценных бумаг), погашение ценных бумаг и оплата процентов по данным обязательствам, обозначенных в проспекте эмиссии.