Зубарева Анастасия Николаевна. Региональные облигационные займы как инструмент фондового рынка : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 2002 180 c. РГБ ОД, 61:03-8/2613-1

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. РЕГИОНАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИОННЫЕ ЗАЙМЫ (ВОПРОСЫ ТЕОРИИ) 110

1.1. Региональные займы: понятие и основные сущностные характеристики 10

1.2. Правовая база рынка региональных облигационных займов 24

1.3. Кредитоспособность субъектов российской федерации и муниципальных образований как эмитентов региональных облигаций 34

ГЛАВА 2. СТАНОВЛЕНИЕ И РАЗВИТИЕ РОССИЙСКОГО РЫНКА РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ 52

2.1. История рынка муниципальных облигаций России 52

2.2. Формирование рынка региональных облигационных заимствований 59

2.3. Особенности посткризисного восстановления рынка региональных облигационных займов 79

ГЛАВА 3. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ 92

3.1. Изменение механизма государственного регулирования региональных заимствований 93

3.2. Возможности привлечения дополнительных средств для финансирования целевых программ и инвестиционных проектов 115

3.2.1. Привлечение средств институциональных инвесторов, путем изменения существующего режима налогообложения 115

3.2.2. Реализация потенциала частных инвестиций 123

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 137

БИБЛИОГРАФИЯ 149

ПРИЛОЖЕНИЯ 161

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Рынок долговых инструментов региональных органов власти1является важным элементом фондового рынка и оказывает существенное влияние на эффективность экономической политики государства в целом. Необходимость развития регионального рынка ценных бумаг в современных условиях определяется задачами привлечения инвестиционных ресурсов в регионы для преодоления промышленного спада, сокращения дифференциации российских регионов в уровне социально-экономического развития, повышения жизненного уровня населения. Именно через региональный рынок ценных бумаг возможен приток капиталов в регионы, что позволит решить проблемы финансирования целевых инвестиционных программ, покрытия бюджетного дефицита и повышения контроля за местным финансовым рынком.

В условиях повышения финансовой самостоятельности регионов роль региональных органов власти в создании инфраструктуры и контроле за функционированием региональных рынков ценных бумаг достаточно высока. В частности органы власти могут содействовать росту информационной открытости участников фондового рынка, уровню технологического развития торговых и расчетно-депозитарных систем. Одновременно региональные органы власти являются активными участниками фондового рынка, осуществляя эмиссию долговых ценных бумаг.

Облигационные займы являются традиционным и широко распространенным в мире способом заимствования для региональных органов власти. На международных фондовых рынках региональные облигации занимают одно из основных мест, получив особое развитие в федеративных государствах с высокой степенью экономической самостоятельности регионов. Большое значение при этом имеет правильная организация функционирования рынка, позволяющая повысить эффективность используемой системы заимствований и избежать дефолтов.

1 Под региональными органами власти мы понимаем субфедеральные и муниципальные (местные) органы власти, а именно - администрации субъектов Российской Федерации и органы исполнительной власти муниципальных образований.

Эмиссия региональных облигаций предоставляет возможность снижения стоимости обслуживания внутреннего долга; позволяет эффективно мобилизовать имеющиеся в регионе финансовые ресурсы, а также (при необходимости) привлечь дополнительные средства из других регионов и из-за рубежа; содействует трансформации сбережений населения в инвестиции. Эффективное использование системы облигационных заимствований позволяет региональным органам власти решать проблемы сбалансированности бюджета, финансировать развитие местной инфраструктуры, добиваться эффективного функционирования финансовой системы региона в целом.

Для России, в силу особенностей ее политического устройства и экономического положения, вопрос построения эффективно функционирующей системы региональных облигационных заимствований очень важен. Особую актуальность он приобрел в связи с финансовым кризисом, отразившимся на рынке региональных займов и приведшим к невыполнению эмитентами своих обязательств и принудительной реструктуризации их долга. Существующая ситуация обостряет необходимость изучения особенностей и тенденций развития данного сектора рынка ценных бумаг, поиска наиболее оптимальной для современной России формы его организации и построения на ее основе эффективно функционирующего механизма региональных облигационных заимствований.

**Состояние исследуемого вопроса.**Среди трудов отечественных авторов, затрагивающих проблематику развития рынка региональных облигаций в России и за рубежом следует выделить работы Алехина Б.И., Колесникова В.И., Рубцова В.В., Торкановского B.C., Шенаева В.Н. Задачи государства и инструменты проведения им экономической политики описаны в трудах таких авторов, как Драгилев М.С., Кузнецов В.И., Осадчая И.М., Рымалов В.В., Фаминский И.П. В работах Ауэрбаха А.Дж., Масгрейва Р., Михайлова М.Н., Романовского М.В., Хатунцева В.М., Тер-Минасяна Т., Шишкова Ю.В. анализируются распределение задач государства между уровнями власти в федеративных государствах, особенности региональных органов власти, региональные аспекты государственной экономической политики, ее инструментарий. Факторы, определяющие функционирование финансового рынка и его влияние на денежное обращение, рассмотрены в работах, направленных на

изучение денежного обращения и кредита, таких авторов, как Красавина Л.Н., Лукас Р. младший, Усоскин В.М., Фридман М. и др.

Вместе с тем, значительная часть указанных трудов освещает и анализирует в основном отдельные, хотя и очень важные аспекты избранной автором темы. Анализ научной и научно-методической литературы по проблемам региональных облигационных заимствований указывает на дефицит исследований, системно и комплексно увязывающих особенности деятельности региональных органов власти в процессе формирования заемных отношений с учетом специфических российских условий.

Эти обстоятельства подтверждают целесообразность и актуальность углубленных исследований в данной области.

**Цель и задачи исследования.**Целью настоящей работы является выявление особенностей развития российского рынка региональных облигаций, выработка теоретических положений и практических рекомендаций по совершенствованию механизма функционирования облигационных заимствований органами власти субъектов Российской Федерации и местными органами власти для расширения их возможностей по привлечению дополнительных средств в региональные и местные бюджеты.

Для достижения поставленной цели были сформулированы следующие основные задачи, определившие логику исследования и структуру диссертационной работы:

определить экономическую необходимость и возможность использования заемных ресурсов субфедеральными и местными органами власти;

выявить экономическую сущность и особенности облигаций субфедеральных и муниципальных органов власти и произвести их классификацию;

изучить правовую базу рынка региональных облигационных займов в Российской Федерации;

проанализировать факторы риска на рынке региональных облигационных заимствований;

исследовать исторические и экономические предпосылки формирования рынка региональных облигационных заимствований в России, выявить особенности развития данного сектора фондового рынка, определив этапы его формирования;

обобщить зарубежный опыт регулирования рынка региональных облигационных займов и предложить рекомендации по изменению государственного регулирования рынка региональных облигаций в России;

выработать практические рекомендации по совершенствованию рынка региональных облигационных займов с целью расширения потенциальных возможностей привлечения инвестиций в регионы России.

**Объектом исследования**выступает экономический механизм

функционирования рынка региональных облигационных займов в Российской Федерации и ряде зарубежных стран.

**Предметом исследования**являются экономические и организационно-правовые отношения, связанные с функционированием рынка региональных облигационных займов.

**Теоретической, методологической и информационной базой исследования**

послужили теоретические труды и прикладные разработки российских и зарубежных ученых, статистические материалы Госкомстата, Министерства финансов, кредитно-финансовых институтов и ряда информационно-аналитических служб; законодательные и нормативные документы. В качестве источников данных для анализа моделей регулирования рынка и статистических данных по региональным облигациям различных стран использовались публикации в периодических изданиях «Рынок ценных бумаг», «Эксперт», *The Bond Buyer, Moody's Investor Service Global Credit Research,*исследования и отчеты рейтинговых агентств *Standard & Poor's*и *Moody's,*материалы конференций, статистические данные из годовых и ежемесячных отчетов ЦБ РФ, Госкомстата РФ, Министерства финансов РФ, Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, информация профессиональных участников рынка ценных бумаг (Санкт-Петербургской Валютной Биржи), а также исследования научных

институтов, специализирующихся на проблематике финансового и фондового рынка.

В ходе исследования автором применялся диалектический метод, способствующий изучению экономических явлений в их развитии, с учетом существующих между ними взаимосвязей, использовались приемы логического и сравнительного анализа и синтеза, а также другие методы научного исследования.

**Научная новизна**проведенного в диссертационной работе исследования заключается в следующем:

Выявлены особенности облигационной формы заимствования региональных органов власти и определены возможности ее использования в контексте альтернативных форм и инструментов финансирования.

Предложена классификация региональных облигаций по критериям, позволяющим наиболее полно отразить их особенности как инструмента долгового финансирования.

Определена степень законодательного обеспечения рынка региональных облигаций в Российской Федерации на различных этапах его развития.

Проведена систематизация и комплексный анализ факторов кредитоспособности региональных заемщиков, а также основных критериев оценки кредитного риска по каждой из выделенных групп факторов; дана оценка кредитоспособности субъектов Российской Федерации и муниципальных образований как эмитентов региональных облигаций.

Выявлены характерные особенности развития рынка региональных облигаций в России и определены этапы его формирования.

Исследованы особенности различных систем регулирования рынка региональных займов и дана оценка возможности применения отдельных их положений в условиях современной России.

Сформулированы предложения по изменению действующего российского законодательства с целью совершенствования механизма функционирования рынка региональных облигационных займов в России.

Выявлено влияние фактора налогообложения процентных доходов по  
субфедеральным и муниципальным облигациям на развитие данного сектора

рынка ценных бумаг и обоснована необходимость изменения режима налогообложения региональных ценных бумаг. Предложены механизмы конструирования «сберегательного» и «валютного» займов с целью реализации потенциала частных инвестиций для развития рынка региональных облигаций. В работе имеются и другие выводы и рекомендации, имеющие элементы новизны, касающиеся совершенствования и дальнейшего развития рынка региональных облигационных займов в России.

**Научно-практическая значимость**исследования заключается в том, что в нем выявлены наиболее значимые проблемы развития рынка региональных облигационных займов и предложены пути их решения. Содержащиеся в работе выводы и рекомендации могут быть использованы для совершенствования функционирования российского рынка региональных облигационных займов, повышению его эффективности (в том числе путем модернизации и расширения законодательной и нормативной базы этого рынка). Ощутимый вклад внесен диссертантом в определение основных направлений реализации потенциала частных инвестиций для развития данного сектора рынка ценных бумаг.

Результаты исследования могут быть использованы как региональными органами власти, рассматривающими пути и возможности облигационного финансирования своей деятельности, так и кредитно-финансовыми институтами, осуществляющими свою профессиональную деятельность на фондовом рынке.

Материалы диссертационного исследования могут быть также использованы в учебном процессе.

**Апробация работы.**Основные положения диссертации опубликованы в статьях, докладах и тезисах общим объемом 1,12 условного печатного листа и изложены на Межвузовской Конференции аспирантов «Теория и практика финансов и банковского дела на современном этапе» (Санкт-Петербург, СПбГИЭА, 1999г.). Результаты исследования были также положены в основу лекций и практических занятий, проводимых диссертантом по учебным дисциплинам: «Ценные бумаги и биржевое дело», «Торговые системы рынка ценных бумаг» в СПбГУЭФ.

**Объем и структура работы.**Работа изложена на 160 страницах машинописного текста и состоит из введения, трех глав, заключения, приложений и списка использованной литературы, который содержит 178 источников. Построение глав диссертации обусловлено поставленными целями и задачами. Работа иллюстрирована 15 таблицами, 3 графиками, 2 диаграммами и 1 схемой.

## Региональные займы: понятие и основные сущностные характеристики

В период существования в РСФСР планово-административной экономики, когда региональные2 органы власти имели ограниченные возможности проведения самостоятельной социально-экономической политики, в условиях преобладания нормативных и административных методов распределения финансовых ресурсов в рамках централизованной бюджетной системы, возможность, равно как и необходимость, эмиссии субфедеральных и муниципальных облигационных займов отсутствовала.

Начавшийся в 90-х гг. XX века в РСФСР, а далее в Российской Федерации, процесс децентрализации на основе принципа распределения властных полномочий между центральными и нецентральными (субфедеральными и местными) органами власти определил финансовую самостоятельность субъектов РФ и муниципальных образований, которая обеспечивается наличием собственных источников доходов в их бюджетах и правом определять направления их использования и расходования [12; статья 9].

Полномочия субъекта РФ определяются Конституцией РФ, а также Федеральными договорами и соглашениями между администрациями субъектов РФ и федеральными органами исполнительной власти. Общими и наиболее важными полномочиями и обязанностями субъектов РФ являются: принятие законов и иных нормативно-правовых актов субъектов РФ в рамках своих полномочий, установленных Конституцией РФ и договорами с другими органами власти; управление и распоряжение собственностью субъекта РФ; разработка и осуществление региональных программ развития; разработка, утверждение и исполнение бюджета субъекта РФ; определение перечня и порядка осуществления государственных внутренних заимствований субъектов Российской Федерации; осуществление государственных внутренних и внешних заимствований субъекта Российской Федерации и управление государственным долгом субъекта Российской Федерации. Полномочия муниципальных органов власти определяются соответствующими законодательными актами, а также договорами и соглашениями с администрациями вышестоящего уровня. К основным вопросам ведения муниципальных органов власти относятся: управление и распоряжение собственностью муниципального образования; разработка и осуществление местных программ развития (в основном образовательных программ); разработка, утверждение и исполнение бюджета муниципального образования; определение порядка осуществления муниципальных заимствований; осуществление муниципальных заимствований и управление муниципальным долгом.

Одновременно с перераспределением властных полномочий субфедеральным и муниципальным органам власти были предоставлены бюджетные и имущественные права, которые дают им возможность составлять, рассматривать, утверждать и исполнять свои бюджеты, распоряжаться переданными в их ведение предприятиями и получать от них доходы.

Расходы субфедеральных и муниципальных органов власти связаны с обязательствами по финансированию широкого круга мероприятий, направленных на экономическое и социальное развитие регионов, включая социально-культурное и коммунально-бытовое обслуживание населения, обеспечение поддержания социальной и частично производственной инфраструктуры, в соответствии с переданными им полномочиями.

Доходная часть субфедеральных и муниципальных бюджетов состоит из собственных доходов и поступлений от регулирующих доходов, она также может включать финансовую помощь в различных формах (дотации, субвенции, средства специальных фондов), средства по взаимным расчетам. Кроме того, субфедеральные и муниципальные органы власти получили возможность использовать для пополнения доходной части своих бюджетов заемные средства.

Использование заемных средств позволяет им решать проблемы финансирования текущего дефицита и сбалансированности бюджета; привлекать средства для погашения ранее размещенных долговых обязательств; обеспечивать коммерческие банки и иные финансовые структуры (страховые и пенсионные фонды в первую очередь) ликвидными и высоконадежными вторичными резервными активами, не омертвляющими их капитал; финансировать развитие местной инфраструктуры, добиваться эффективного функционирования финансовой системы региона в целом.

Органы власти субъектов Федерации и муниципалитетов получили возможность реализовать предоставленную им бюджетными правами возможность использования заемных средств благодаря переходу России к рыночным методам хозяйствования и формированию в нашей стране финансового рынка и его инфраструктуры, по существу отсутствовавших в течении многих десятилетий.

Здесь необходимо отметить, что несмотря на то, что процесс формирования финансового рынка и его инфраструктуры в виде частных коммерческих и инвестиционных банков, бирж, страховых обществ и т.п. начался в России более 10 лет назад, в современной отечественной экономической литературе до сих пор нет единства взглядов по многим концептуальным вопросам его сущности, структуры и механизма функционирования. Как правило, каждый автор дает свое определение финансового рынка и его структуры.

## История рынка муниципальных облигаций России

Проблему привлечения дополнительных средств в региональные бюджеты за рубежом весьма успешно решали и продолжают решать с помощью облигационных займов. Однако опыт государственных и муниципальных облигационных заимствований, в том числе внешних, имелся и у Российской империи.

Предысторией появления в России муниципальных займов стала практика государственных заимствований. В 1769 году, после создания в России единого эмиссионного центра в лице Ассигнационного банка и начала обращения бумажных денег, Екатерина II разместила в Голландии через банкирский дом Гопе и К. первый российский внешний облигационный государственный заем на общую сумму свыше пятисот тысяч голландских гульденов. В последующем этот механизм Екатериной II применялся неоднократно. Уже к концу ее правления голландские заимствования составили громадную сумму в 62 млн. гульденов. Это составило свыше 20% от общего размера государственного долга. Данные займы были полностью погашены только в 1891 году [18, стр.4].

В 1810 году государством был выпущен первый внутренний облигационный займ, который не носил добровольного характера. Основной целью займа была попытка ликвидировать большую курсовую разницу (за один ассигнационный рубль давали всего 25,4 копеек серебром) между бумажными и металлическими (золотыми и серебряными) денежными знаками. Правительство объявило о том, что все выпущенные ассигнации являлись долгом государства с последующей конвертацией в облигации. Последующие облигационные займы, хотя и имели черты добровольности, не имели большой популярности среди населения страны. Это было отчасти связано с тем, что у населения отсутствовали значительные накопления, а также имелась конкуренция со стороны казенных банков, которые принимали средства под более высокий процент.

Спустя сто лет после выпуска первого государственного облигационного займа в России появились муниципальные облигационные займы, представлявшие собой займы городов. Начало городским займам в России было положено в 1871 г., когда был выпущен облигационный заем города Ревеля (ныне - Таллинн) "для покрытия расходов по общественному устройству и хозяйству города". Облигации были выпущены сроком на 34 года нарицательным капиталом в 50 тыс. руб. с доходом в 6% годовых. В 1873 году заем на сумму 500 тысяч руб. был выпущен в Киеве (для улучшения мостовых и благоустройства) и был погашен в 1904 году. Еще через два года, в 1875 году свой первый облигационный заем (третий по счету в истории российского городского заимствования) выпустил Санкт - Петербург. Спустя несколько лет облигационные займы были выпущены многими крупными городам Российской Империи [20, стр.24].

Несмотря на то, что российские города значительно позднее иностранных вышли на финансовый рынок со своими обязательствами, облигационные займы российских городов вскоре стали играть важную роль на рынке муниципальных облигаций.

Если в период I87I-I88I гг. общая сумма городских займов составляла 7.320.000 руб., то в I90I-I9II гг. она выросла почти в сорок раз и составила 286.339.730 руб. К 1 января 1913 г. в России было выпущено 159 городских облигационных займов, а суммарная нарицательная стоимость российских муниципальных облигаций в обращении составляла 471.182.756 руб. [52, стр.24]. Количество и суммарный объем городских займов приведены в приложении №5.

Именно в этот период активного использования заимствований началось существенное повышение эффективности городского хозяйства: с 1887 по 1913 г. доходы московского городского бюджета выросли в 10,1 раза, а расходы - в 7,84 раза [18, стр.6]. Средства, аккумулированные в результате размещения муниципальных займов, предназначались для решения конкретных городских проблем - устройство и расширение водопровода, электрического освещения, трамвайного движения, канализации, на учреждение и увеличение капиталов ломбардов, на благоустройство улиц, строительство больниц, учебных заведений, транспортных путей, мостов И Т.П. Практически каждый заем был целевым и отражал цель выпуска в своем названии.

Поэтому неудивительно, что наиболее значительными по объемам были займы крупных российских городов. К началу 1913 года на долю восьми крупнейших заемщиков (Санкт-Петербурга, Москвы, Варшавы, Баку, Одессы, Риги, Киева и Харькова) приходилось более 82% от общей суммы городских облигационных займов.

В течение 1913 г. русским городам было разрешено выпустить3 еще 15 облигационных займов на сумму 119 млн. руб. Развитие этого процесса приостановила первая мировая война. В период с 1914 по 1916 гг. займы выпустили 13 городов, в т.ч. Москва - на 36.920.000 руб. и Петроград - на 20.000.000 руб., но они не были реализованы полностью [18, стр.8]. В результате города вынуждены были перейти к системе гарантированных правительством краткосрочных займов. А 9 октября 1919 года все городские займы были аннулированы декретом ВЦИК.

## Изменение механизма государственного регулирования региональных заимствований

Опасность нерационального использования заемных средств, в условиях неэффективной системы управления бюджетными расходами (при очевидном негативном эффекте роста расходов на обслуживание долга и вытеснения частных инвестиций, характерных периода становления и развития рынка региональных облигационных займов в России 1994-1997 годов) существует всегда. В этих условиях особое внимание должно быть уделено вопросу эффективности системы регулирования рынка региональных заимствований.

Анализ современной экономической литературы позволил нам определить четыре модели регулирования региональных заимствований:

1. Рыночная модель, состоящая в исключительной, либо преимущественной опоре на рыночные механизмы саморегулирования;

2. Модель взаимодействия, основанная на сотрудничестве различных органов власти в создании и применении процедур контроля за региональными заимствованиями;

3. Модель установления правил, базирующаяся на контроле, основанном на утвержденных в законодательном порядке нормах и правилах;

4. Модель контроля, основанная на прямом административном контроле.

В условиях рыночной модели какие-либо ограничения на привлечение заемных средств региональными органами власти отсутствуют, а единственным регулятором объема заимствования является рынок за счет дифференцированной с учетом кредитного риска процентной ставки.

Самой крупной из стран, использующих рыночную модель регулирования региональных заимствований, является Канада. Канадские провинции не имеют конституционных и иных ограничений по своим заимствованиям (как внутренним, так и внешним) и не подконтрольны по данному вопросу федеральному правительству.

Однако обзор трендов задолженности провинциальных правительств за последние годы говорит о том, что даже при хорошо развитом и относительно прозрачном рынке такой страны, как Канада, рыночные механизмы контроля над заимствованиями территориальных властей не совсем эффективны. Несмотря на ухудшение кредитных рейтингов и относительно большой рост процентных ставок в первой половине 90-х годов, долги канадских провинций неуклонно росли, достигнув в 1995-1996 гг. 23% ВВП. Объем задолженности начал снижаться только в ходе реализации программы Министерства финансов, направленной на достижение бездефицитности региональных бюджетов [163, стр.160].

Другим примером государства, изначально избегавшего юридического административного контроля над заимствованиями штатов и муниципальных властей, является Бразилия. Результатом этой политики в 60-80 гг. стал значительный рост внешней и внутренней задолженности страны, что в условиях долгового кризиса 80-х годов привело к распространению дефолтов штатов и перехода ответственности к федеральному правительству - в 1989 г - для внешних долгов, в 1993 г. - по долгам федеральным банкам. Результатом стало введение правительством Бразилии ограничений на новые заимствования штатов, прибегнувшим к реструктуризации части долгов - например, выпусков облигационных займов, на цели иные, чем обслуживание и погашение существующих долгов. В конце 1995 г. федеральным правительством через один из государственных банков (Caixa Economica Federal) были учреждены кредитные линии для обеспечения краткосрочной финансовой поддержки штатов-должников. Условиям предоставления средств являлось реструктуризация накопленной задолженности, согласие на приватизацию большинства своих предприятий (для финансирования из вырученных средств погашения основной части долга) и введения мер жесткой привязки величины долга к величине доходов соответствующего бюджета (пропорции 1 к 1).

Таким образом, на смену «рыночной» системе регулирования в Бразилии пришла система административного контроля, предполагающая зависимость финансовой поддержки провинций от их политики в области заимствований.