Пашков Дмитрий Олегович. Рынок региональных облигаций : 08.00.10 Пашков, Дмитрий Олегович Рынок региональных облигаций (Проблемы размещения и обращения) : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 СПб., 2005 155 с. РГБ ОД, 61:06-8/936

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1.ПРОБЛЕМЫ РЕГИОНАЛЬНЫХ ЗАИМСТВОВАНИЙ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ 11

1.1 Анализ становления и развития рынка региональных облигаций 11

1.2 Условия и формы выпуска облигаций субъектами и муниципальньіми образованиями 28

1.3 Эффективность ценообразования и кредитоспособность эмитентов региональных облигаций 42

ГЛАВА 2.КРЕДИТНЫЙ РЕЙТИНГ КАК ИНСТРУМЕНТ РЫНОЧНОГО ПОЗИЦИОНИРОВАНИЯ ОБЛИГАЦИЙ ГОРОДОВ И РЕГИОНОВ 57

2.1 Доходность и риск региональных облигаций и оценка надежности государственного (муниципального) заемщика 51

2.2 Оценка кредитоспособности органов власти по экспресс-методике 74

2.3 Проблемы кредитоспособности российских городов и регионов ...84

ГЛАВА 3.ВЛИЯНИЕ ИНФРАСТРУКТУРЫ НА КОНЪЮНКТУРУ

РЫНКА РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ 95

3.1 Состав и функции институциональной подсистемы управления государственным долгом 95

3.2 Различия в ценообразовании между различными торговыми площадками и перспективные направления развития инфраструктуры российского рынка регионального долга 112

3.3 Влияние сложившейся структуры инвесторов на процесс ценообразования на рынке облигаций 122

3.4 Методика позиционирования выпуска облигаций на долговом рынке 135

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 139

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 146

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования**

Рынок долговых обязательств является одним из самых эффективных механизмов перераспределения потоков инвестиционного капитала в мировой экономике. Правительства практически всех государств, их региональные и муниципальные образования активно пользуются этим источником средств в целях ускоренного экономического и социального развития, выполнения крупных инвестиционных проектов в области технологической модернизации, социальной и производственной инфраструктуры. В странах Западной Европы и США сложилась достаточно эффективная система профессионального управления государственным и муниципальным долгом. Этот опыт полезен для современной России, ставшей в последние годы активным участником рынка долга в лице федерального Правительства России, ее субъектов, а также крупных корпораций. В последние годы динамично развивается внутренний рынок облигационных займов, на котором российские регионы и муниципалитеты играют все более активную роль.

Федеративное устройство России, выражающееся в автономии субъектов РФ, в том числе в области бюджетной, финансовой, фискальной и долговой политики, накладывает на региональные власти особую ответственность за финансовую стабильность на подведомственной территории. При этом отсутствие гарантий федерального Правительства в отношении долгов субъектов РФ определяет необходимость разработки форм и механизмов эффективного управления указанными долгами. Опыт управления финансовыми обязательствами субъектов РФ (как и самой Российской Федерации) сопровождался подъемами и серьезными кризисными потрясениями, оказавшими в 1998 г. негативное воздействие на мировую экономику в целом.

В настоящее время в повестке дня как никогда остро стоит проблема придания дополнительной динамики экономическому развитию России и ее регионов, которое невозможно без выявления места и роли в региональном инвестиционном процессе средств, привлекаемых субъектами Российской Федерации через заимствования. Применение успешного зарубежного опыта и разработка адекватных для России форм и механизмов управления долгом, обеспечивало бы интересы государства, двигало *бы*вперед экономику регионов и страны в целом и, одновременно, обеспечивало бы привлекательность и надежность инвестиций в региональный долг.

В самом ближайшем будущем на роль самых привлекательных долговых инструментов претендуют облигации регионов. На растущем рынке, по мнению аналитиков, они будут дорожать быстрее всех, а на падающем — дешеветь медленнее других.

Рынок региональных облигаций, похороненный кризисом 1998 г., вернулся к жизни в конце 2001 г. Тогда к Москве и Санкт-Петербургу стали присоединяться и другие субъекты Федерации. Первой в ноябре 2001 г. это сделала Башкирия, а спустя месяц ее примеру последовали Республика Коми и Ленинградская область.

Если в начале 2001 г. на Московской межбанковской валютной бирже обращались всего 15 выпусков трех субъектов Федерации, то к апрелю 2005 г. выпусков стало уже 70, а количество эмитентов выросло до 35. Причем среди них теперь есть не только регионы, но и города, и даже областные районы. Номинальный объем региональных займов также значительно вырос за это время. Подобному размаху во многом способствовала благоприятная рыночная конъюнктура — за три с небольшим года стоимость заемных средств снизилась на 10% годовых, а сроки привлечения увеличились с 1,5 до 10 лети более.

Потенциал роста субфедеральных и муниципальных облигаций еще не исчерпан. По мнению многих специалистов, еще до конца 2005 года эти бумаги станут излюбленными инструментами инвесторов. У регионов

появились дополнительные стимулы для выхода на рынок заимствований — отмена с 2005 г. бесплатных бюджетных ссуд и продолжение перераспределения налоговой базы в пользу центра. Кроме того, выпуску облигаций будет способствовать изменение отношения инвесторов к региональному риску: проводимые административная реформа и реформа межбюджетных отношений должны повысить качество управления региональными финансами и прозрачность бюджетного процесса. Экономический рост в стране, сопровождающийся расширением налоговой базы, позитивно сказывается на региональных бюджетах.

Российский финансовый рынок за последние годы претерпел серьезные изменения. Российские заемщики уже привлекают внутри страны серьезные финансовые ресурсы. Однако наряду с положительными тенденциями наблюдается ряд проблем, которые могут затормозить дальнейшее развитие финансового сектора.

Одним из главных факторов, препятствующих развитию российского фондового рынка, является недостаточное качество рыночной инфраструктуры. Это приводит к выталкиванию на зарубежные фондовые площадки и крупных эмитентов, и наиболее активных инвесторов.

Поэтому важной составляющей стратегии развития финансового рынка Российской Федерации в 2005 - 2008 гг. является создание конкурентных институтов финансовой индустрии.

Кроме того, на протяжении многих лет обсуждается необходимость создания в России структуры, присущей практически всем развитым фондовым рынкам, - Центрального депозитария. Все вышеназванное определило цели и задачи исследования.

В связи с этим в диссертационном исследовании сделана попытка описать следующие ключевые вопросы: — в чем состоит особый статус Центрального депозитария, какими

исключительными полномочиями он может быть наделен.

каков механизм создания Центрального депозитария, кто может быть акционерами этой организации и как распределяются права собственности между ними.

как устроено управление Центральным депозитарием.

как институты учетной системы (регистраторы, расчетные депозитарии, кастодиальные депозитарии) могут взаимодействовать с Центральным депозитарием.

Разнообразие новых выпусков облигаций субъектов РФ ставит перед инвесторами задачу правильной оценки появляющихся на рынке ценных бумаг и страхования от возможных рисков их непогашения. Основной проблемой становится неадекватность методик, применяемых для оценки кредитоспособности корпоративных заемщиков. При этом самая доступная инвесторам информация - утвержденный бюджет субъекта РФ и отчет о его исполнении — не позволяет получить применимую на практике оценку способности эмитента погашать долги.

Текущая конъюнктура рынка регионального долга, выраженная в уровне процентных ставок, а также дальнейшие прогнозы заставляют участников переходить от совершения спекулятивных операций к инвестиционным операциям облигациями субъектов РФ. Все больше инвесторов ориентируются на аккумуляции долговых бумаг в портфеле до погашения. Подобная стратегия работы на рынке облигаций повышает значимость правильного выбора облигаций на основе кредитного рейтинга, который позволяет оценить риски, принимаемые при включении бумаги в инвестиционный портфель.

В настоящее время на вторичных торгах обращается большое количество выпусков облигаций субъектов РФ с различным уровнем доходности. При этом дифференциация доходности ценных бумаг одного эмитента по отношению в другому не всегда однозначна и оценка «справедливой» разницы в ставках неясна. Дополнительная оценка эмитента и выпущенного

им займа за счет присвоения кредитного рейтинга делает этот спрэд более прозрачным. В связи с вышеизложенным в диссертационном исследовании:

Выявлена значимость кредитного рейтинга для позиционирования эмитентов на первичном рынке.

Предложена методика присвоения рейтинга субъектам РФ -потенциальным эмитентам облигационных займов.

Определены факторы, сдерживающие дальнейшее повышение кредитного качества субъектов РФ и муниципалитетов.

В современных условиях важным становится вопрос о «справедливой «стоимости заимствований для эмитентов. Предположим, на рынок облигационных заимствований выходит новый эмитент — субъект РФ. Инвесторы заинтересованы в покупке данных бумаг, однако затрудняются спрогнозировать ориентиры доходности, которые могут сложиться по итогам аукциона по размещению. Обычно главным ориентиром служат ожидания или прогнозы организаторов займа.

Для того, чтобы сравнивать облигации друг с другом существует система спрэдов, которая отражает разницу по доходности между бумагами различных эмитентов разной срочности. Как правило, спрэды рассчитываются «на глазок», т.е. формируются на основе субъективный оценки. Подобный подход к ценообразованию может обеспечить приемлемый результат на вторичном рынке, однако оценивать справедливый уровень доходности выпуска облигаций регионального эмитента, который раньше не прибегал к заимствованиям на публичном рынке, без учета сопоставимых по сроку и кредитному рейтингу обращающихся на вторичном рынке долговых ценных бумаг крайне сложно.

В целях проработки данного направления автором были затронуты следующие аспекты:

Проведен ретроспективный анализ развития рынка региональных облигаций. Сделаны выводы о перспективах дальнейшего развития.

Трактовки и подходы к оценке эффективности ценообразования на рынке.

Представлена методика выбора наиболее привлекательного инструмента с фиксированной доходностью в зависимости от горизонта инвестирования и прогноза изменений процентных ставок на рынке.

Выявлена взаимосвязь между структурой базы инвесторов на рынке облигаций и конъюнктурой долгового рынка.

**Целью исследования**Целью исследования является комплексный подход к анализу проблем функционирования рынка субфедеральных и муниципальных облигаций, а также выработка рекомендаций по решению данных проблем; разработка механизма позиционирования выпуска и проведения размещения облигаций эмитента на рынке региональных заимствований, позволяющего учитывать влияние рыночной конъюнктуры. Для достижения данной цели были поставлены **следующие задачи:**

1. Провести анализ развития рынка региональных облигаций и текущей рыночной ситуации с выявлением проблем и перспектив дальнейшего развития
2. Выявить «рыночные» и «нерыночные» факторы, влияющие на уровень котировок на первичном и вторичном рынке субфедеральных и муниципальных облигаций
3. Обосновать значимость кредитного рейтинга для позиционирования эмитентов на первичном рынке и вывить проблемы, мешающие дальнейшему росту кредитного качества субъектов РФ и муниципальных образований
4. Оценить влияние торговой площадки на качество и характер вторичного обращения облигационного займа региона
5. Выявить основную причину малой ликвидности и высокой волатильности вторичного рынка региональных облигаций и раскрыть механизм ее воздействия.
6. Выработать подход к оценке эффективности ценообразования на рынке публичного регионального долга и предложить алгоритм позиционирования выпуска облигаций на первичном рынке.

7. Разработать алгоритм принятия решений, связанных с оценкой прогнозного уровня доходности при размещении облигационного займа (стоимости заимствования для эмитента).

**Научная новизна исследования**определяется следующими научными

результатами:

1. Уточнено понятие риска при проведении операций на рынке ценных бумаг
2. Проанализирована структура базы инвесторов на рынке публичных региональных заимствований и сделаны выводы о перспективах ее изменения.
3. Выявлена проблема структуры клиентской базы как фактора, оказывающего негативное воздействие на состояние и структуру рынка облигационных заимствований.
4. Разработан авторский подход позиционирования выпуска облигаций на первичном рынке.
5. Для оценки состояния ликвидности банковской системы предложен индикативный критерий и обоснована методика его расчета.
6. Выявлены факторы, обусловившие рост объемов выпуска региональных облигаций и подтверждающие целесообразность эмиссии облигаций в условиях текущей конъюнктуры финансового рынка.
7. Систематизированы правовые и финансовые требования к эмиссии облигаций субъектами РФ и муниципальными образованиями, соблюдение которых позволяет принимать обоснованные решения по выпуску этих долговых инструментов.
8. Предложена оригинальная методика присвоения рейтинга субъектам РФ - потенциальным эмитентам облигационных займов.
9. Определены факторы, сдерживающие дальнейшее повышение кредитного качества субъектов РФ и муниципалитетов.

10. Разработаны методические рекомендации по повышению эффективности функционирования инфраструктуры рынка ценных бумаг, в частности, описана функциональная модель центрального депозитария.

**Предметом исследования**является рынок региональных облигаций и

его структурные элементы.

**Объект исследования**- оценка эффективности функционирования рынка субфедеральных и муниципальных облигаций с точки зрения определения стоимостных параметров заимствований.

**Теоретической основой исследования**в области изучения существующих источников привлечения финансовых ресурсов послужили работы Бочарова В.В., Бланка И.А., Ковалева В.В, Леонтьева В.Е., Романовского М.В., и др.

Вопросы привлечения средств муниципалитетами на рынке ценных бумаг нашли отражение в работах таких авторов как Брейли Р., Майерс С, Бригхем Ю., Гапенски Л., Ван Хорн Дж. К., Гитман Л., Джонк М.

Проблемы выпуска облигаций и их основные характеристики представлены в работах Лялина СВ., Краева А.О., Миркина Я.М., Павловой Л., Рудневой Е. Вместе с тем, многие теоретические и практические вопросы, связанные с позиционированием выпуска облигаций на долговом рынке, остаются мало изученными.

**Методологическая и информационная база исследования. В**ходе исследования применялись системный, сравнительный и статистический методы анализа. Информационную базу исследования составили законодательные и нормативные акты РФ, приказы, инструкции и распоряжения МФ РФ, ФСФР РФ, и других федеральных органов, а также статистические и аналитические материалы Госкомстата, Центрального Банка, информационных и аналитических агентств, изучающих вопросы эмиссии облигаций в России.

## Анализ становления и развития рынка региональных облигаций

Наметившаяся в 2001 - первой половине 2002 гг. тенденция по оживлению рынка региональных долговых обязательств, увеличению эмиссионной активности субъектов РФ позволяет сделать вывод о том, что заимствования в форме выпуска долговых ценных бумаг, наряду с банковскими кредитами, стали для субъектов РФ одним из основных источников привлечения средств и финансирования региональных программ развития.

В конце 2001 года рынок региональных облигаций пережил «второе рождение». Конечно, наиболее продвинутые эмитенты - в первую очередь Санкт-Петербург - присутствовали на рынке и на протяжении 1998-2001 годов. Но это было исключением. Для собственно региональных эмитентов второе рождение рынка пришлось именно на ноябрь-декабрь 2001 года. Проследим значительные изменения, произошедшие на рынке за последние три года.

Три послекризисных года с 1998 до 2001 — рынка по большому счету не существовало. Все усилия регионов были сосредоточены или на выполнении своих обязательств, или на урегулировании тех долгов, по которым фактически произошел дефолт. Скорость и успешность этого процесса сильно различалась между разными регионами, и поэтому к концу 2001 года картина по-прежнему оставалась очень пестрой:

1. С одной стороны, Москва и Санкт-Петербург постепенно активизировали работу с рынком. Москва возвратилась на рынок с первыми аукционами в феврале 2001 г., и, начав с объемов 100-200 млн. руб. за год довела их до 1 млрд. руб. Санкт-Петербург еще какое-то время ориентировался на большое количество сравнительно мелких эмиссий, что было отчасти обусловлено обслуживанием существующего долга. За ними последовали некоторые наиболее продвинутые регионы, такие как Республики Башкортостан, и Коми и Ленинградская область. Они вышли на рынок с новыми займами уже в ноябре-декабре 2001 г., и поэтому именно эту дату можно рассматривать как «день рождения» собственно регионального рынка. 2. С другой стороны, по некоторым регионам еще продолжались судебные разбирательства и урегулирование старых долгов. Более того, отдельные субъекты уже в 2001 г. фактически допустили новые дефолты - или по уже реструктурированным долгам, или по новым облигациям, выпущенным уже после кризиса. Новые дефолты 2001г.: по послекризисным облигациям — Приморский край, по ранее реструктурированным - Новосибирская область.

В целом в тот момент для большинства регионов негативный опыт, связанный с кризисом, был еще очень свеж в памяти, и поэтому они не торопились с выходом на рынок.

Последующее развитие рынка проходило параллельно со снижением инфляции и процентных ставок. В конце 2001 г. размещения проходили по ставкам около 20% (при этом инфляция была порядка 18% за год). Сами ставки были довольно нестабильными, в первую очередь из-за ограниченной ликвидности банковской системы и соответственно низкого объема рынка.

## Доходность и риск региональных облигаций и оценка надежности государственного (муниципального) заемщика

Доходность размещаемого инструмента (либо ставка процента по привлекаемым кредитным ресурсам) является одним из основных параметров привлечения заемных средств государствами и муниципалитетами, в значительной мере влияющим на другие основные параметры привлечения. При рассмотрении доходности с точки зрения реципиента финансовых ресурсов (эмитента государственных или муниципальных ценных бумаг), этот параметр может быть охарактеризован как стоимость заимствований или стоимость обслуживания долга. На доходность оказывают особое влияние факторы, характеризующие состояние финансовых рынков, на которых предполагается осуществить привлечение финансовых ресурсов (или характеристики окружающей экономической среды), и факторы, характеризующие состояние самого эмитента и параметры выпускаемых им инструментов.

Необходимо выделить следующие характеристики окружающей экономической среды, оказывающие влияние на доходность размещаемых инструментов:

— ставка процента на внутреннем и внешних рынках и перспективы ее изменения;

— валютный курс и перспективы его изменения;

— некоторые другие макроэкономические характеристики (темпы инфляции, уровень монетизации и т.д.);

— доходность на альтернативных секторах финансового рынка (для развивающихся финансовых рынков9).

Эти факторы оказывают влияние на все долговые инструменты, размещаемые в условиях данной экономической среды, в том числе на безрисковые инструменты. Тем самым эти факторы формируют некоторую "фоновую" доходность долговых инструментов для данных условий и данного момента времени.

Кроме показателей, характеризующих состояние окружающей экономической среды, существенное влияние на доходность размещаемого инструмента оказывают характеристики самого эмитента и выпускаемого им инструмента. В отличие от ранее перечисленных факторов, данные характеристики являются индивидуальными и формируют отличия доходности конкретного долгового инструмента от "фоновой" доходности. Общепризнаны шесть наиболее важных (с точки зрения влияния на разницу доходностей) характеристик выпускаемого инструмента:

1) время до погашения;

2) купонная ставка;

3) наличие оговорок об отзыве;

4) налоговый статус;

5) ликвидность;

6) вероятность неплатежа (или уровень кредитоспособности заемщика).

Каждый из приведенных факторов доходности размещаемого инструмента (как характеристик окружающей экономической среды, так и характеристик и конкретного заемщика) порождает определенный риск, который должен быть учтен.

## Состав и функции институциональной подсистемы управления государственным долгом

В мировой практике заимствований финансовых ресурсов государствами и муниципалитетами, а также управления государственным и муниципальным долгом сложились устойчивые системы обслуживания привлечения заемных средств и управления долгом. Система управления привлечением заемных средств и долгом — целенаправленно создаваемый (государством или муниципалитетом) комплекс элементов, предназначенный для решения сложной организационно-экономической задачи оптимального привлечения заемных средств и адекватного управления долгом.

Государственные и муниципальные системы привлечения заемных средств и управления долгом, сложившиеся в мировой практике, состоят из нескольких подсистем, каждая из которых ориентирована на решение своего подкомплекса задач. К основным подсистемам государственных и муниципальных систем управления привлечением заемных средств и долгом следует отнести:

1) инфраструктуру (институциональную подсистему);

2) правовое обеспечение (правовую подсистему);

3) экономическое оперативное регулирование (подсистему регулирования параметров долга и заимствований);

4) подсистему урегулирования долга.

Эти подсистемы взаимодействуют между собой, обеспечивая привлечение заемных средств и управление долгом государств и муниципалитетов.

В настоящем исследовании будет рассмотрена институциональная подсистема управления государственным долгом.

Институциональная подсистема обеспечивает процесс заимствований и управления долгом рабочими органами и институтами. Это система институтов, участие которых необходимо в процессе заимствований и управления долгом. С определенной долей условности ее можно назвать инфраструктурой системы привлечения заемных средств и управления долгом государствами и муниципалитетами.

В состав государственных и муниципальных институциональных систем привлечения заемных средств и управления долгом входят различные институты, вовлеченные тем или иным образом в процесс государственных и муниципальных заимствований на финансовом рынке, а также в процесс управления государственным или муниципальным долгом. Обобщая мировую практику и абстрагируясь от национальных особенностей, можно сказать, что институциональная подсистема включает в себя следующие группы институтов:

1. агенты государства на рынках государственных (муниципальных) ценных бумаг;

2. агенты по размещению и андеррайтеры;

3. финансовые консультанты;

4. гаранты, страховщики и попечители фондов погашения;

5. организаторы торговли и иные торговые сети и площадки;

6. контролирующие, регулирующие и надзирающие органы;

7. регистраторы и депозитарии;

8. профессиональные участники рынка ценных бумаг и другие торговые агенты (выполняющие функции своеобразных промоутеров).

Кроме того, институциональная подсистема ориентирована на два полюса процесса привлечения заемных средств: на само государство (муниципалитет) — потребителя и распорядителя привлекаемых финансовых ресурсов и на лиц, предоставляющих эти финансовые ресурсы — инвесторов, кредиторов. Строго говоря, эти два полюса не могут быть описаны как звенья институциональной подсистемы. Однако именно при наличии реципиента заемных ресурсов и кредитора (инвестора) существование институциональной подсистемы приобретает смысл и она может быть названа инфраструктурной подсистемой системы привлечения государствами и муниципалитетами заемных средств и управления долгом.