Пышнограй, Александр Петрович. Развитие рынка муниципальных ценных бумаг в России : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Пышнограй Александр Петрович; [Место защиты: Кубан. гос. ун-т].- Краснодар, 2011.- 198 с.: ил. РГБ ОД, 61 12-8/454

**Введение к работе**

**Актуальность темы диссертационного исследования.** Неотъемлемой частью современной государственной финансовой политики России является система самоуправления на региональном и местном уровнях. Эффективное выполнение своих функций субъектами Федерации и местными органами власти находится в прямой зависимости от возможности использования дополнительных источников финансирования. Планирование и реализация приоритетных инвестиционных программ социально-экономического развития тесно связаны с процессом привлечения заемных источников денежных средств. В этой ситуации наиболее оптимальное решение видится в использовании инструментов фондового рынка.

Выпуск долговых ценных бумаг выступает одним из традиционных и проверенных источников обеспечения потребностей бюджета. Как можно судить по опыту ряда развитых стран, облигационные займы являются наиболее эффективным финансовым инструментом для привлечения дополнительных ресурсов, необходимых для обеспечения текущих и капитальных расходов бюджета.

Проблема дефицита финансовых ресурсов в региональных и местных бюджетах сегодня актуальна для большинства административно-территориальных образований РФ. В этих условиях приоритетным должен быть такой путь развития муниципалитетов, который позволит за счет средств, привлеченных на рынке ценных бумаг, не только покрывать дефицит бюджета, но и создавать финансовую основу для реализации новых социально-экономических проектов развития территорий.

В связи с вышесказанным можно констатировать, что одним из главных вопросов современной финансовой политики административно-территориальных образований выступает планирование, обоснование и формирование системы мер и отношений, позволяющих максимально эффективно использовать возможности рынка ценных бумаг для привлечения дополнительных источников финансирования региональных и местных бюджетов.

**Степень разработанности проблемы.** Обзор и анализ основных вопросов формирования государственного долга и способов его финансирования представлен в трудах экономистов различных экономических школ и направлений. К ним относятся работы Л. Андерссона, Дж. Кейнса, Л. Брю, К. Макконелла, С. Хегенхавен, К. Эстерса, У.Ф. Шарпа, О. Уилана, Ф.Дж. Фабоцци.

Разработке вопросов становления и развития рынка муниципальных ценных бумаг посвящены работы В.Т. Баринова, В.И. Виленчик, В.А. Галанова, В.С. Золотарева, А.Г. Каратуева, Г.А. Ковалевой, Н.М. Красильниковой, В.Н. Лексина, Я.М*.* Миркина, Е.Н. Чекановой, и др.

В работах С.А. Анесянц, Е.Р. Безсмертной, И.В. Костикова, В.Д. Никифоровой, А.В. Савцовой, С.И. Филь, А.Е. Шадрина отражены специфические особенности функционирования рынка муниципальных ценных бумаг.

В ряде исследований рассмотрены основные принципы функционирования муниципального рынка ценных бумаг в прикладном аспекте: А.Д. Барского, А.Н. Данкова, Н.М. Волковой, С.Д. Чижова, К.Н. Фроловой, C.Б. Пахомова.

Решению отдельных проблем в сфере эмиссии муниципальных облигаций посвящены труды Т.А. Бондаря, И.А. Мещерякова, С.Л. Глазкова, А.Б. Копейкина, Е.М. Намсараевой, А.А. Мурынова, Ю.П. Синицкой.

Во всем многообразии научных работ в изучаемом направлении недостает комплексных исследований, направленных на формирование научного подхода к планированию эмиссии муниципальных долговых ценных бумаг с целью максимизации экономического эффекта от привлечения дополнительных источников финансирования региональных и местных бюджетов.

**Цель и задачи диссертационного исследования.** Цель диссертационной работы состоит в теоретическом обосновании и практической разработке методов повышения инвестиционного потенциала муниципальных облигационных займов как инструмента дополнительного финансирования бюджетных расходов.

Реализация поставленной цели предопределила постановку и решение следующих логически взаимосвязанных задач:

рассмотреть экономическую сущность муниципальных ценных бумаг, их роль в развитии бюджетного процесса и финансировании муниципальных инвестиционных программ; систематизировать и дополнить классификацию муниципальных ценных бумаг по ряду типологических признаков;

изучить и оценить потенциал использования облигационных займов на муниципальном уровне как одного из источников финансирования приоритетных социально-экономических программ развития муниципальных образований;

провести периодизацию процесса становления и развития отечественного рынка муниципальных заимствований, выявить специфические проблемы, присущие каждому периоду, а также рассмотреть международный опыт эмиссии муниципальных ценных бумаг;

изучить вопросы налогообложения доходов по операциям с муниципальными ценными бумагами в России и предложить направления их совершенствования;

разработать методику расчета оптимальной величины муниципального облигационного займа и построить систему показателей для оценки оптимального объема инвестиционных заимствований на муниципальном рынке ценных бумаг;

эконометрическими методами выявить факторы, воздействующие на величину доходности муниципальных ценных бумаг;

предложить научно обоснованные инструменты повышения эффективности муниципальных заимствований, разработать рекомендации по развитию и совершенствованию муниципального рынка ценных бумаг в России.

**Объектом исследования** является рынок муниципальных ценных бумаг в части привлечения дополнительных инвестиционных финансовых ресурсов для обеспечения государственных и муниципальных потребностей.

**Предметом исследования** выступает совокупность отношений в сфере государственных и муниципальных финансов в рамках подготовки, эмиссии, обращения и погашения муниципальных долговых обязательств.

**Соответствие темы диссертации требованиям паспорта специальностей ВАК.** Область исследования диссертационной работы соответствует требованиям паспорта ВАК Минобрнауки РФ по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит, п.6.3. Разработка методологических основ и принципов управления эмиссией и перераспределения ценных бумаг в масштабах страны и регионов.

**Теоретическую и методологическую основы работы** составляют положения теории государственных и муниципальных финансов, федеральные, региональные и муниципальные нормативно-правовые акты, материалы Министерства финансов Российской Федерации, экономическая и правовая литература, научные труды и публикации в периодических изданиях отечественных и зарубежных ученых и специалистов в области исследования проблем бюджетной финансовой политики, теории и практики планирования доходов в бюджетной сфере, формирования государственного и муниципального долга, а также управления им в сфере использования долговых финансовых инструментов.

Обоснованность и достоверность исследования достигается применением общенаучных методов анализа и синтеза, научной абстракции, методов наблюдения и обобщения, исторического, логического, статистического, системного анализа, а также методов экономико-математического моделирования.

**Информационно-эмпирической базой исследования** послужили официальные данные научных экономико-правовых изданий, статистические и прогнозные данные Министерства финансов РФ, Федеральной службы государственной статистики, органов государственной власти Краснодарского края и муниципального образования города Краснодара, данные специализированных периодических изданий, официальные ресурсы рейтинговых и аналитических агентств в сети Интернет.

**Рабочая гипотеза исследования** заключается в обосновании возможности применения муниципальных ценных бумаг в качестве эффективного инструмента финансирования бюджетных расходов, способствующего усилению и укреплению бюджетного потенциала субъектов федерации и муниципальных образований и направленного не на текущие бюджетные расходы (покрытие бюджетного дефицита), а на финансирование приоритетных инвестиционных социально-экономических проектов.

**Основные положения диссертации, выносимые на защиту:**

1. Процесс реформирования системы самоуправления в России привел к тому, что, с одной стороны, органы власти субъектов федерации и муниципальных образований обладают достаточно широкими полномочиями в части формирования расходной части бюджета, с другой – значительная часть налоговых поступлений, за счет которых происходит формирование бюджета, остаются на федеральном уровне. В этих условиях обеспечение текущих расходов, финансирование инвестиционных программ социально-экономического развития требуют привлечения значительных дополнительных ресурсов. Для создания стабильной финансовой основы социально-экономического развития регионов необходимо формирование принципиально нового подхода к политике привлечения заемных средств субъектами федерации и муниципальными образованиями на муниципальном рынке ценных бумаг, предполагающего переход от программ краткосрочного финансирования текущих потребностей и дефицита бюджета к целевым инвестиционным заимствованиям, связанным с привлечением капитала на долгосрочной основе.
2. Одним из способов повышения эффективности расходования муниципальных заемных средств может быть применение принципа «двойного бюджета», который широко практикуется на муниципальных рынках ценных бумаг в ряде западноевропейских стран. Основой «двойного бюджета» является разделение бюджетных расходов на текущие и инвестиционные, что позволяет «привязывать» привлеченный капитал к конкретным инвестиционным проектам, обеспечивая максимальную эффективность заимствований. В итоге муниципальные займы становятся источниками финансирования долгосрочных социально-экономических программ развития, а не используются преимущественно как инструменты краткосрочного финансирования дефицита бюджета.
3. Приоритетным направлением планирования муниципального облигационного займа должен быть выбор конкретных инвестиционных программ, реализация которых напрямую связана с развитием социально-экономической сферы муниципального образования. Для принятия обоснованного решения об эмиссии ценных бумаг необходимо оценить планируемый заем с трех основных позиций: максимально возможный объем (оценивается достаточность суммы привлекаемых средств); длительность периода, на который привлекаются средства; расходы по обслуживанию долга. На заключительном этапе необходимо оценить минимальный объем эмиссии, при котором выпуск ценных бумаг оказывается выгоднее привлечения кредитных ресурсов.
4. Одним из простых и легкореализуемых инструментом снижения расходов региональных и муниципальных бюджетов по обслуживанию долга является уменьшение ставки налога на прибыль по доходам от муниципальных ценных бумаг и в ряде случаев полное освобождение от налоговых выплат. В ситуации, когда под налогообложение в полном объеме попадают процентные доходы от операций с муниципальными ценными бумагами, происходит снижение их курсовой стоимости, что приводит к дополнительным расходам местных бюджетов. Льготный налоговый статус муниципальных ценных бумаг может значительно увеличить объем заимствований, направленных не на финансирование текущих кассовых разрывов бюджета, а на укрепление финансовой основы территориальных образований.
5. Для рационального управления эмиссией муниципальных ценных бумаг необходимо научно обоснованное выявление факторов, воздействующих на эффективность муниципального займа. Определение таких факторов возможно при использовании методов корреляционно-регрессионного анализа, экспертного и некоторых других. Область применения каждого метода обусловлена дифференциацией облигационных займов по ряду признаков: цель, объем, период обращения, способы размещения на муниципальном рынке ценных бумаг, расходы по обслуживанию долга и др.

**Научная новизна диссертационной работы** в целом заключается в разработке научно обоснованных принципов, методических положений и практических рекомендаций по совершенствованию управления субфедеральными и муниципальными облигационными займами, направленными на обеспечение расходной части бюджета с целью повышения эффективности финансирования приоритетных социально-экономических программ.

Конкретное приращение научного знания состоит в следующем:

уточнено понятие «муниципальная ценная бумага», которое, в отличие от современных научных взглядов, рассматривается не только как совокупность отношений между соответствующими органами власти и кредиторами, что приводит к образованию внутреннего долга субъекта федерации или муниципального образования, но и включает всю совокупность экономических отношений, которые возникают в процессе эмиссии, размещения, обращения муниципальных ценных бумаг, предназначенных для решения региональных и муниципальных социально-экономических задач;

предложена авторская классификация муниципальных ценных бумаг по источникам доходов и по ставке процентного дохода; дополнена классификация муниципальных облигаций по ставке процентного дохода в связи с появлением на современном рынке муниципальных ценных бумаг облигаций с корректируемой процентной ставкой; типология выпускаемых ценных бумаг по предложенным признакам является одним из инструментов повышения эффективности финансового планирования в регионах и муниципальных образованиях;

проведена периодизация развития рынка муниципальных заимствований в дореволюционной России и постсоветский период, выделены закономерности и особенности каждого этапа и определены возможности использования исторического опыта российского муниципального рынка ценных бумаг для управления его современным и перспективным развитием;

обоснованы налоговые инструменты регулирования муниципального рынка ценных бумаг: введение льготной системы налогообложения доходов по муниципальным заимствованиям, изменение адресности налога на прибыль на муниципальные ценные бумаги с федерального на региональный и местный уровень, что повысит финансовую заинтересованность субфедеральных и местных органов власти в ускорении развития муниципального рынка ценных бумаг;

предложена авторская методика определения оптимального минимального объема муниципального займа, включающая следующие этапы: определение величины дефицита бюджета, оценка объема рефинансирования, расчет максимального объема заимствования, вычисление долговой емкости бюджета; определение минимального объема эмиссии с позиции ее максимальной эффективности относительно иных источников привлечения денежных средств является объективной необходимостью для каждого выпуска муниципального облигационного займа, так как величина минимального объема не является постоянной даже для одного эмитента;

впервые построена регрессионно-корреляционная модель зависимости ставки купонного дохода от продолжительности периода обращения ценной бумаги и общей величины облигационного займа для крупных займов (свыше 8 млрд. руб.) и доказано, что для малых (менее 1,5 млрд.руб.) и средних (от 1,5 до 8 млрд.руб.) займов основным фактором, влияющим на величину купонного дохода, является наличие кредитного рейтинга у эмитента; использование корреляционно-регрессионной модели позволяет оптимизировать процесс планирования и размещения муниципальных облигационных займов.

**Теоретическая значимость исследования** состоит в развитии теории и методологии планирования и осуществления муниципальных заимствований на рынке ценных бумаг с целью обеспечения расходной части бюджета, направленной на финансирование капитальных инвестиционных проектов.

**Практическая значимость работы** определяется возможностью использования ее результатов для совершенствования системы управления субфедеральными и муниципальными заимствованиями, связанными с решением социально-экономических проблем регионов. Основные положения исследования могут быть полезны органам государственной власти в законотворческой деятельности при разработке нормативно-правовых актов в сфере местного самоуправления, налогообложения, а также при подготовке конкретных инструкций и методических рекомендаций по развитию рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг и систем планирования финансовых ресурсов.

Отдельные положения диссертации могут быть использованы в учебном процессе при совершенствовании программ учебных курсов и чтении лекций бакалаврам и магистрантам по курсам «Государственные и муниципальные финансы», «Финансы», «Рынок ценных бумаг и биржевое дело» .

**Апробация результатов исследования** осуществлена на ряде международных конференциях в период с 2009 по 2011 гг., в том числе международной научно-практической конференции "Научные исследования и их практическое применение. Современное состояние и пути развития" (Одесса, 2010), международной научно-практической конференции «Перспективные инновации в науке, образовании, производстве и транспорте» (Одесса, 2011), международной научно-практической конференции «Теория и практика модернизации в России» (Сочи, 2011).

Материалы работы нашли практическое применение в учебном процессе в Кубанском государственном университете в ходе преподавания дисциплин «Рынок муниципальных ценных бумаг», «Инвестиции», «Организация и финансирование инвестиций».

**Публикации.** По результатам исследований автором опубликовано 7 печатных работ общим объемом 3,5 п.л., в т.ч. авторских 3,0 п.л., из которых 3 статьи опубликованы в периодических изданиях, рекомендованных ВАК.

**Структура работы** определена в соответствии с поставленными целями и задачами исследования и состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы из 159 наименований и трех приложений. Работа изложена на 198 страницах компьютерного текста и содержит 17 рисунков и 25 таблиц.