Синицкая Юлия Павловна. Управление субфедеральными и муниципальными облигационными займами : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10.- Волгоград, 2007.- 209 с.: ил. РГБ ОД, 61 07-8/3983

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Региональные займы как составляющая часть государственного долга 12

1.1. Концептуальные основы формирования долга государства и долга региона 12

1.2. Эволюция теорий долговых финансовых инструментов 27

1.3. Облигационные займы в структуре долга региона 49

1.4. Исторические тенденции развития субфедеральных и муниципальных облигационных займов в России 60

Глава 2. Субфедеральные и муниципальные облигационные займы как инструмент экономической политики региона 82

2.1. Классификация субфедеральных и муниципальных облигационных займов 82

2.2. Практика использования субфедеральных и муниципальных облигационных займов российскими регионами 93

2.3. Зарубежный опыт привлечения и использования заимствований на региональном уровне 112

Глава 3. Управление субфедеральными и муниципальными облигационными займами и перспективы их развития 138

3.1. Финансовый инжиниринг на рынке субфедеральных и муниципальных облигационных займов 138

3.2. Создание финансовых институтов для обслуживания субфедеральных и муниципальных облигационных займов 161

Заключение 171

Библиография 175

ПРИЛОЖЕНИЯ

**Введение к работе**

**В**современных условиях исполнение бюджета субъектами Российской Федерации и муниципальными образованиями, равно как и реализация ими инвестиционных, производственных и социальных программ, во многом зависит от возможности привлекать дополнительные заемные финансовые ресурсы. С этой целью для привлечения относительно более дешевых денежных средств с фондового рынка региональными органами власти широко используется выпуск долговых ценных бумаг.

Вместе с тем одновременно растут расходы на погашение и обслуживание принятых денежных обязательств. Полученные заемные средства направляются в основном на финансирование дефицитов территориальных бюджетов, возникающих временных кассовых разрывов при их исполнении и удовлетворение текущих социальных потребностей (выплата заработной платы бюджетникам, пособий и т.д.), а не на решение проблем социально-экономического развития регионов, преодоление нарастающего износа существующих объектов производственной и социальной инфраструктуры, достигших критического уровня.

Недостаточность финансовых ресурсов для выполнения своих обязательств, характерная в настоящее время для большинства субъектов Российской Федерации и муниципалитетов, тем не менее не должна оправдывать бездумные действия властей, приводящие к резкому увеличению государственного и муниципального долга, расплачиваться за который придется уже следующим поколениям граждан. Приоритетной должна стать такая политика территориальных органов власти, при которой привлекаемые средства будут направляться не на решение текущих проблем, а на реализацию стратегических целей развития региона (строительство объектов инфраструктуры и социальной сферы, поддержание экономического потенциала), главным результатом которых будет являться повышение качества жизни населения.

В связи с этим необходимо научно обосновать и разработать мероприятия повышения эффективности управления финансовыми ресурсами, привлеченных в результате выпуска субфедеральных и муниципальных облигационных займов.

**Степень разработанности проблемы.**Проблема дефицита государственного бюджета и поиска способов его финансирования находились в центре внимания экономистов на всех этапах эволюции экономической мысли. Исследование причин возникновения государственного долга можно найти в работах Р. Барро, А. Бернса, С.Бриттена, Л.Брю, А.Вагнера, Дж.Кейнса, С.Леланда, К.Макконелла, К. Маркса, Ф. Неймарка, Д. Рикардо, П. Самуэльсона, А. Смита, М. Уэйденбаума, У. Фельнера, Э. Хансена, Дж. Хикса и др.

Историю формирования и развития государственного долга как в целом в России, так и на примере ее отдельных регионов, охватывающую дореволюционный период, можно проследить на примере работ М.Алексеенко, М.Боголепова, А.Брейтермана, Л.Велихова, М.Витте, А. Исаева, М. Орлова, И. Озерова, М. Слуцкого, Л. Ходского и др.

Среди публикаций по вопросам формирования государственного долга субъектов Российской Федерации и долга муниципальных образований, имеющих практический опыт по привлечению и использованию различных видов долговых обязательств, можно выделить работы Б.Алехина, А. Анисимова, А. Барского, Э. Батанова, А.Вавилова, Н.Волковой, В.Галанова, В.Гордина, Ю.Данилова, Б. Златкис, В.Золотарева, А. Каратуева, Г. Ковалевой, В. Колесникова, Н. Красильниковой, В. Лексина, Я. Миркина, Е. Намсараевой, С. Сазонова, А. Тарасова, В. Тарачева, А. Швецова, М. Яндиева.

Специфические особенности субфедеральных и муниципальных облигационных займов, их классификация, цели выпуска, проблемы выпуска и учета, оценка факторов риска, повышение ликвидности данного рынка ценных бумаг, организация погашения облигаций, развитие инфраструктуры,

обслуживающей данный сегмент финансового рынка, раскрыты в трудах

B. Баринова, Л. Лыковой, Н. Майоровой, В. Никифоровой, В. Островской,

C. Пахомова, Е. Чекановой, С. Чижова, Г. Шилиной.

Значительная часть этих трудов посвящена хотя и важным, но в основном отдельным аспектам избранной соискателем темы. Недостает исследований, системно увязывающих особенности субфедеральных и муниципальных займов с механизмом формирования заемных отношений. К числу ^проработанных вопросов относится совершенствование управления субфедеральными и муниципальными облигационными займами в связи с бюджетной политикой региона. Таким образом, объективной потребностью является исследование не только теории, но и практики выпуска субфедеральных и муниципальных облигационных займов, возможностей их эффективного применения.

Актуальность проблемы, недостаточная научная разработанность отдельных ее сторон и большая практическая значимость определили выбор темы, цели и задач диссертационного исследования.

**Цель и задачи диссертационного исследования.**Целью исследования является теоретическое обоснование инвестиционного потенциала субфедеральных и муниципальных облигационных займов и разработка инструментария управления их целевым использованием.

Реализация цели потребовала решения следующих **задач:**

определить сущность и уточнить структуру регионального консолидированного долга;

выявить стратегический потенциал субфедеральных и муниципальных облигационных займов;

исследовать способы государственного регулирования целевого использования заемных средств;

проанализировать практику субфедеральных и муниципальных облигационных займов в России, в зарубежных странах с целью

использования имеющегося положительного опыта в современных российских условиях;

разработать способы трансформации субфедеральных и муниципальных облигационных займов в другие инструменты фондового рынка;

обосновать необходимость организации специализированного финансового института по управлению региональным долгом.

**Объект исследования**- процесс управления долговыми обязательствами территориальных бюджетов в форме субфедеральных и муниципальных облигационных займов.

**Предметом исследования**стали финансовые методы и инструменты формирования и использования субфедеральных и муниципальных облигационных займов.

**Методологической и теоретической основой работы**послужили научные труды и публикации ведущих отечественных и зарубежных ученых по проблемам бюджетной политики, государственного долга и финансового рынка, а также программные и прогнозные разработки государственных федеральных и региональных органов власти и управления, действующие законодательные и нормативно-правовые акты Российской Федерации.

В процессе исследования применялись общенаучные методы: научная абстракция, анализ и синтез, метод наблюдения, метод обобщений, метод исторического и логического анализа; оценка, основанная на методах статистического анализа, сравнения и моделирования.

**Информационно-эмпирической базой исследования**явились экономические факты, установленные на основе анализа данных статистических и финансово-экономических изданий России и других стран; материалы научных конференций и семинаров; научные доклады и отчеты; законодательные и нормативные акты, положения, инструкции; данные Минфина РФ, аналитической лаборатории «Веди», Фонда «Институт экономики города», рейтингового агентства «Эксперт-РА», а также

справочные и иные материалы, опубликованные в специальной периодической печати и размещенные на сайтах официальных серверов сети Internet

**Основные положения диссертационного исследования, выносимые на защиту:**

1. Региональный консолидированный долг - совокупность  
выпущенных и непогашенных долговых обязательств субъектов РФ и  
муниципальных образований, включая начисленные проценты;  
задолженность внебюджетных фондов соответствующего уровня;  
задолженность государственных учреждений, предприятий и организаций,  
основанных в соответствии с нормами публичного права. Региональные  
долговые обязательства могут существовать в форме:

финансовой задолженности - кредиты банков, долговые ценные бумаги, бюджетные ссуды из вышестоящих бюджетов;

административной задолженности - заимствования органов государственной власти у физических лиц и организаций в размере невыплаченной в срок заработной платы, оплаты выполненных услуг и поставленных товаров;

условной задолженности в виде гарантий и поручительства.

1. Одним из способов стабилизации и развития экономики региона и страны в целом должна стать рациональная политика управления государственным долгом, заключающаяся в переходе от программ краткосрочных займов, обеспечивающих текущие потребности бюджета региона и обслуживания долга, к стратегии привлечения долгосрочного капитала, способствующего развитию инвестиционного процесса.
2. Эффективным способом общественного контроля использования заемных средств может стать двойной бюджет, который установит границы фискальной ответственности различных субъектов управления государственными финансами и сделает бюджетный процесс

прозрачным. Основная идея двойного бюджета - это четкое отделение текущих расходов от капитальных, «персонификация» заимствований и области использования заемных средств, а также консолидация информации о фактическом формировании капитала в государственном секторе.

Кроме того, государственное регулирование целевого использования заемных средств может осуществляться путем создания государственных корпораций и «предприятий, спонсируемых правительством».

1. Для использования субфедеральных и муниципальных облигационных займов в качестве инструмента инвестиционной политики региона целесообразно расширить ряд финансовых продуктов рынка долговых ценных бумаг путем изменения следующих параметров выпуска: срока обращения, способа получения (выплаты) дохода, способа погашения. Конструирование субфедеральных и муниципальных облигационных займов, удовлетворяющих специфические интересы эмитентов и инвесторов, целесообразно путем применения финансового инжиниринга, основной целью которого является формирование желаемых денежных потоков в сочетании с наилучшим возможным соотношением риска, доходности и ликвидности создаваемого продукта.
2. Для динамичного развития российских регионов необходимо создание специализированного финансового института - Агентства по управлению региональным долгом. Основная задача данного Агентства -формирование дополнительного источника финансирования расходов региональных и местных бюджетов, в том числе для реализации национальных проектов на территориях путем консолидации мелких субфедеральных и муниципальных заимствований в крупные облигационные займы с низкой стоимостью обслуживания и высокой рыночной ликвидностью, а также последующее профессиональное управление долгом региона.

6. Агентство по управлению региональным долгом в России целесообразно создать в форме государственной корпорации. Данному Агентству должно быть предоставлено право кредитования территориальных органов власти, а также эмиссии облигаций с особым налоговым статусом, который приравнял бы их к муниципальным ценным бумагам. Агентство должно осуществлять свою деятельность в условиях конкуренции с банками за право кредитовать бюджетные инвестиционные программы территориальных и местных органов власти.

**Научная новизна диссертационной**работы состоит в разработке научно обоснованных принципов, методических положений и практических рекомендаций по совершенствованию управления субфедеральными и муниципальными облигационными займами:

расширена трактовка понятия регионального консолидированного долга как совокупности выпущенных и непогашенных долговых обязательств субъектов РФ и муниципальных образований, включая начисленные проценты; задолженность внебюджетных фондов соответствующего уровня; задолженность государственных учреждений, предприятий и организаций, основанных в соответствии с нормами публичного права;

предложены способы государственного регулирования целевого использования заемных средств путем создания государственных корпораций, а также посредством концептуально-новой модели бюджета -«двойной бюджет»;

дополнена классификация региональных облигационных займов на основе расширения классификационных признаков способа выплаты (получения) доходов и обязанности заемщика соблюдать сроки погашения;

предложено конструировать субфедеральные и муниципальные облигационные займы путем вариации параметров выпуска: срока обращения, способа выплаты дохода, способа погашения;

доказана необходимость организации специализированного финансового института по управлению региональным долгом с целью преодоления неравномерности экономического и социального положения российских регионов, а также с целью обеспечения выхода на рынок капитала регионов с небольшими и нерегулярными объемами выпуска облигационных займов.

**Теоретическая значимость работы**заключается в уточнении понятия региональный консолидированный долг, конкретизации и дополнении состава его элементов. Указанные положения развивают основы теории государственного кредита, дополняют предметную область исследования управления долговыми обязательствами.

**Практическая значимость диссертационного исследования**заключается в разработке конкретных рекомендаций и предложений по совершенствованию управления субфедеральными и муниципальными облигационными займами. Кроме того, выводы и сформулированные в диссертации предложения могут быть использованы органами государственной власти при разработке проектов эмиссии облигационных займов с целью решения социально-экономических проблем регионов, а также при разработке нормативно-правовых актов и рекомендаций по развитию рынка региональных долговых финансовых инструментов.

Отдельные положения диссертации могут быть использованы в качестве учебного материала при чтении курсов «Финансы, денежное обращение и кредит», «Бюджет и бюджетная система РФ», «Биржевое дело и рынок ценных бумаг», «Государственные и муниципальные финансы».

**Апробация результатов исследования.**Предлагаемые автором теоретические выводы и практические рекомендации по оптимизации использования региональных облигационных займов обсуждены на кафедре

теории финансов, кредита и налогообложения ВолГУ и представлены на научно-практических конференциях и семинарах, проходивших в 2001-2006 гг. в г.г. Волгоград, Ростов-на-Дону.

**Публикации.**По теме диссертационного исследования опубликовано пять работ общим объемом 1,8 п.л. (авторский вклад -1,55 п.л.)

**Структура работы**отражает логику исследования в соответствии с его целью и задачами. Диссертация состоит из введения, трех глав, включающих 9 параграфов, заключения, списка литературы и приложений.

Во **введении**обоснована актуальность темы исследования, ее теоретическая и практическая значимость, освещена степень изученности проблемы, сформулированы цель и задачи работы, сформулированы научная новизна и практическая значимость полученных результатов.

**В первой главе**- «Региональные займы как составляющая часть государственного долга» - раскрывается сущность и содержание государственного долга и долга региона, дается представление об эволюции теорий долговых финансовых инструментов и раскрыты исторические тенденции развития облигационных займов территориальных органов государственной власти в России.

Во **второй главе**- «Субфедеральные и муниципальные облигационные займы как инструмент экономической политики региона» -обосновывается приоритетность инвестиционного использования субфедеральных и муниципальных облигационных займов на основе российского и мирового опыта.

**В третьей главе**- «Управление субфедеральными и муниципальными облигационными займами и перспективы их развития» - разработаны различные способы конструирования субфедеральных и муниципальных облигационных займов и обоснована необходимость создания специализированного Агентства по управлению региональным долгом.

В **заключении**обобщены результаты диссертационного исследования, сформулированы основные выводы работы.

## Концептуальные основы формирования долга государства и долга региона

Государственный долг образуется в результате осуществления кредитного (долгового или дефицитного) финансирования государственных расходов как альтернативы финансированию за счет собственных доходов бюджета - налогов и сборов и взносов в государственные внебюджетные фонды. Эмиссионный способ финансирования дефицита бюджета может (в рамках, допускаемых законодательством страны) использоваться только центральным правительством и не доступен для субъектов государства. Для административно-территориальных образований внутри государства остаются три очевидных способа решения проблемы превышения бюджетных расходов над поступлениями: увеличение сбора налогов и неналоговых платежей, сокращение расходов и осуществление заимствований.

В международной практике при выборе между увеличением налогов и привлечением займов региональные правительства отдают предпочтение последнему, поскольку:

размер отчислений в региональные бюджеты от общегосударственных регулирующих налогов и сборов ограничен законами государства;

набор региональных налогов и сборов, пределы ставок которых могут устанавливаться общегосударственным налоговым законодательством, также ограничен;

установление региональными властями максимально допустимых ставок региональных и регулирующих общегосударственных налогов в части, зачисляемой в региональные бюджеты, ведут к сокращению инвестиций, росту безработицы, ухудшению положения широких слоев населения. Это противоречит главной задаче администрации регионов - обеспечению стабильного экономического и социального развития.

Исходя из политической непопулярности увеличения налогов и сборов, органы власти субъектов государств лишь вынужденно прибегают к этим мерам при наличии других методов покрытия дефицита бюджета. В свою очередь, сокращение бюджетных расходов, во-первых, имеет свои пределы, во-вторых, также является политически крайне непопулярной мерой. Поэтому все чаще органы власти регионов прибегают к третьему способу - осуществлению заимствований (кредита), который представляет собой гибкий инструмент регулирования экономических и социальных процессов.

Экономическая сущность государственного кредита заключается в том, что временно свободные денежные средства юридических и физических лиц аккумулируются и на условиях возвратности и возмездности используются государством как ссудный капитал. Государство направляет его на общегосударственные потребности (как правило, на покрытие дефицита бюджета) либо перераспределяет на льготных условиях между отраслями экономики, предприятиями и другими хозяйствующими субъектами, имеющими большое социальное и экономическое значение для государства и его граждан.

## Классификация субфедеральных и муниципальных облигационных займов

В экономической литературе отсутствует полная классификация региональных (субфедеральных и муниципальных) ценных бумаг территориальных органов исполнительной власти. Поэтому автор предлагает систематизировать классификацию субфедеральных и муниципальных ценных бумаг с учетом исторического и современного мирового опыта по следующим признакам.

1. В зависимости от вида эмитента региональные ценные бумаги можно подразделить на:

1.1. ценные бумаги субъектов государства (субфедеральные ценные бумаги). Эмитентами этих ценных бумаг являются органы власти субъектов государства (органы власти штатов, земель, краев, областей, округов и др.);

1.2. ценные бумаги муниципалитетов (муниципальные ценные бумаги). Эмитентами этих ценных бумаг являются органы местной власти (органы власти муниципалитетов, городов).

Следует отметить, что в зарубежных странах, ценные бумаги субъектов стран и муниципалитетов относятся к муниципальным ценным бумагам. В соответствии с федеральным законом от 29.07.1998 № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» и Бюджетным кодексом РФ ценные бумаги, выпущенные от имени субъектов РФ, относятся к государственным ценным бумагам, ценные бумаги, выпущенные от имени муниципальных образований - к муниципальным ценным бумагам. Хотя по российскому законодательству существуют различия между заимствованиями субъектов РФ и муниципальных образований, экономический смысл обеих категорий сводится к возникновению долговых обязательств у нецентральных органов власти. 2. В зависимости от места размещения региональные ценные бумаги можно подразделить на:

2.1. внутренние ценные бумаги обычно выпускаются в национальной валюте и размещаются на национальном рынке ценных бумаг;

2.2. внешние ценные бумаги размещаются на иностранных рынках ценных бумаг в валюте других государств.

3. В зависимости от порядка владения региональные ценные бумаги можно подразделить на:

3.1. именные ценные бумаги, права владения которыми подтверждаются внесением имени владельца на бланке ценной бумаги и (или) в реестре владельцев ценных бумаг. Переход прав на именные ценные бумаги и осуществление закрепленных ими прав требует обязательной идентификации владельца.

Именные облигации бывают двух типов - полностью именные и именные только в части основной суммы. Держатели полностью именных облигаций автоматически получают процентный доход и платежи в погашении основной суммы долга. Держатели облигаций, являющихся именными только в части основной суммы долга, получают выплаты в погашении этой суммы автоматически, а процентный доход - только по требованию;

3.2.ценные бумаги на предъявителя, права владения которыми подтверждаются простым предъявлением ценной бумаги. Переход прав на данные ценные бумаги и осуществление закрепленных ими прав не требует идентификации владельца. Платежи в погашение основной суммы долга по облигациям на предъявителя производится только по требованию65.

## Финансовый инжиниринг на рынке субфедеральных и муниципальных облигационных займов

Для конструирования региональных облигационных займов, удовлетворяющих специфические интересы эмитентов и инвесторов, целесообразно применение финансового инжиниринга110, основной целью которого является формирование желаемых денежных потоков в сочетании с наилучшим возможным соотношением риска, доходности и ликвидности создаваемого продукта. Финансовый инжиниринг уже достаточно прочно занял свое место на рынке корпоративных облигаций. Большинство выпусков сконструировано на основе финансового инжиниринга и содержит такие его наиболее популярные инструменты, как опционы на досрочный выкуп/погашение, в том числе в виде ускоряющих ковенант, опционы на определенные показатели рынка (для формирования плавающей ставки дохода), возможность установления ставки после регистрации отчета об итогах выпуска, отложенные купонные платежи, снижающиеся ставки, амортизацию суммы основного долга и пр.

В то же время на рынке государственного и муниципального долга большинство выпускаемых облигаций остаются «прямыми»111 (strait bond) или являются облигациями со снижающейся ставкой (step-down bond), что, в первую очередь, вызвано спецификой заемщика, а также необходимостью строгого соблюдения ограничений, накладываемых Бюджетным кодексом и самим бюджетным процессом (в том числе в части планирования абсолютной суммы расходов на обслуживание и погашение облигаций).

Несомненно, все нижеприведенные схемы необходимо адаптировать к современным российским условиям. В частности, это может повлечь за собой внесение изменений в действующее законодательство и принятие новых правовых актов.

Прямыми считаются облигации с фиксированной ставкой купонного дохода, единственной установленной датой погашения, все выплаты по ним осуществляются денежными средствами в той валюте, в которой была оплачена облигация при ее приобретении, погашаются такие облигации в размере номинала. обязательств определенное распространение получили облигации с амортизацией суммы основного долга (облигации Волгоградской, Московской, Иркутской области). Лишь немногими выпусками были предусмотрены плавающая ставка купонного дохода (например, пересматриваемая в случае изменения ставки рефинансирования Банка России по облигациям Чувашии), досрочное погашение (например, по облигациям Санкт-Петербург), или установление ставки дохода после размещения (например, облигации Москвы).

С другой стороны, применение финансового инжиниринга ограничено еще и тем, что российским законодательством не предусмотрен ряд конструкций, получивших достаточно широкое распространение на зарубежных рынках государственных и муниципальных облигаций, в частности использование в качестве обеспечения конкретного денежного потока, включая и права требования, что могло бы означать, например, заимствование под поступления определенного налога.

Проанализировав ряд финансовых продуктов рынка долговых ценных бумаг, рассмотрим возможность конструирования региональных долговых обязательств путем изменения отдельных параметров выпусков, наиболее важными из которых для долговых финансовых инструментов являются:

срок обращения;

способ выплаты (получения) дохода;

способ погашения,

Формирование параметра срочности (срока обращения) В отличие от корпоративных заемщиков, для которых важна возможность максимально гибкого управления долгом, для эмитентов государственных и муниципальных облигаций процедуры бюджетного планирования скорее предопределяют применение фиксированного срока обращения. Однако Санкт-Петербург выпускал и облигации с переменной датой погашения, сконструированной за счет предоставления соответствующего опциона эмитенту или инвестору.