Волкова Наталья Михайловна. Рынок субфедеральных и муниципальных ценных бумаг и его роль в решении социально-экономических проблем региона : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2002 212 c. РГБ ОД, 61:03-8/512-6

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Субфедеральные и муниципальные ценные бумаги как особый вид ценных бумаг

1.1. Место субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в составе финансовых рынков 9

1.2. История выпуска муниципальных облигационных займов в дореволюционной России 29

1.3. Международный опыт выпуска муниципальных ценных бумаг 43^,

Глава 2. Особенности российского рынка облигаций субъектов Федерации и муниципальных образований 61

2.1. Основные этапы развития рынка облигаций субъектов Федерации и муниципальных образований 63

2.2. Использование заемных средств эмитентами 91

2.3. Особенности размещения субфедеральных и муниципальных облигаций и их обращения на вторичном рынке 108

Глава 3. Перспективы и основные направления развития российского рынка облигаций субъектов РФ и муниципальных образований 130

3.1. Анализ состояния государственных финансов и государственного долга Тверской области 130

3.2. Характеристика и анализ результатов эмиссии облигаций администрации Тверской области 139

3.3. Перспективы и пути развития рынка субфедеральных и муниципальных облигаций 154

Заключение 174

Список использованной литературы 181

Приложения 196

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Одними из важнейших факторов, противодействующих достижению финансовой стабилизации и созданию реальной основы для начала экономического роста в России, являются состояние государственных финансов и неурегулированность принципов бюджетного федерализма.

Основными проблемами, с которыми сталкиваются как федеральные органы власти России, так и органы власти субъектов Федерации и муниципальных образований являются: низкая инвестиционная активность; низкий уровень собираемости налогов; острота социальных проблем. Данные проблемы наряду с уменьшением централизованного финансирования, высокой стоимостью и короткими сроками банковских кредитов, привели к сокращению внутренней ресурсной базы субъектов Федерации и муниципальных образований, что вынудило территориальные органы власти искать дополнительные источники привлечения финансовых ресурсов.

Как и федеральные органы власти, органы власти субъектов Федерации и муниципальных образований одним из основных методов решения финансовых проблем выбирают выпуск ценных бумаг. При этом выпуск субфедеральных и муниципальных ценных бумаг помогает решить не только проблемы финансирования дефицита территориальных бюджетов, но и является средством привлечения финансовых ресурсов для выполнения инвестиционных (экономических и социальных) программ территориальных органов власти. Это означает, что ценные бумаги субъектов Федерации и муниципальных образований, являясь средством увеличения финансовых возможностей территориальных органов власти, могут выступать важным фактором ускорения социально-экономического развития регионов.

Субфедеральные и муниципальные ценные бумаги являются инструментом денежно-кредитной и инвестиционной политики на региональном и местном уровнях, а также способствуют перераспределению инвестиций как между центром и регионами, так и между самими регионами. Кроме того, ценные бумаги субъектов Федерации и муниципальных образований выступают в качестве своеобразной альтернативы рынку государственных ценных бумаг федеральных органов власти и канала вовлечения средств населения в активный внутрирегиональный оборот.

В современных условиях поступления от субфедеральных и муниципальных ценных бумаг стали вторым после налогов методом финансирования расходов территориальных бюджетов, что объясняется более быстрым темпом роста расходов по сравнению с увеличением налоговых поступлений.

Значимость исследования проблем рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг вытекает из ситуации, сложившейся в России, когда постепенный выход из кризиса на базе структурной перестройки экономики исполнительная власть связывает с более полным использованием отечественного финансового рынка, концентрируя свое внимание на инвестиционных возможностях регионов, средствах населения, проживающего в них, а также на использовании материальных ресурсов, находящихся в распоряжении региональных и местных органов власти.

В этом плане тема настоящего диссертационного исследования связана с анализом проблем российского рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг, за счет чего регионы могут реально получить инвестиции для решения своих социально-экономических проблем.

Степень разработанности проблемы. Практический опыт и проблемы в области муниципальных ценных бумаг достаточно детально исследованы в работах таких зарубежных специалистов, как Л.С. Брю, Д. Гарнер, Дж. Капеччи, Г. Клафф, Р. Ковей, Т. Мортон, К.Р. Макко-нел, К.-Г. Мун, Р. Оуэн, Дж. Стоцки, Ф. Фабоцци, П. Фрэнхэм.

Исследованию проблем развития рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг посвящены работы таких авторов, как Б.И. Алехин, В.Т. Баринов, Е. Безсмертная, Т. Бондарь, Е. Быкова, М. Висков, В. Вольперт, В.А. Галанов, А.Н. Данков, С. Довбня, Б.И. Златкис, А.Г. Каратуев, Г.А. Ковалева, И.В. Костиков, В. Кравченко, Н.М. Красильникова, В. Куценко, В. Лексин, Н. Майорова, ЯМ. Миркин, Е.М. Намсараева, М. Натурина, В.А. Тарачев, Е. Тышкевич, Е. Чеканова, С. Чижов, А. Шадрин, Г. Шилина, М. Яндиев и др. Значительная часть этих трудов посвящена хотя и важным, но в основном отдельным аспектам выбранной соискателем темы (в их работах рассматриваются в основном общие вопросы развития, история, некоторые особенности субфедеральных и муниципальных ценных бумаг).

На настоящий момент времени ощущается недостаточность научных исследований, всесторонне изучающих такой обширный сегмент российского рынка государственных ценных бумаг как субфедеральные и муниципальные ценные бумаги.

Актуальность рассматриваемой проблемы, ее практическая значимость, а также недостаточная разработанность вопросов функционирования рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в отечественной научной литературе обусловили выбор темы настоящего диссертационного исследования.

Цель и задачи исследования. Цель настоящей диссертационной работы состоит в раскрытии теоретических основ функционирования, анализе особенностей, структуры и динамики развития российского рынка субфедеральных и муниципальных облигационных займов, опре делении перспектив и основных направлений развития российского рынка облигаций субъектов Федерации и муниципальных образований.

В соответствии с поставленной целью в диссертационной работе основное внимание уделено постановке и решению следующих задач:

определить роль, значение, экономическую обусловленность и преимущества субфедеральных и муниципальных облигационных займов;

систематизировать классификацию субфедеральных и муниципальных ценных бумаг;

проанализировать опыт использования муниципальных облигационных займов в дореволюционной России, а также в Соединенных Штатах Америки и других развитых странах с целью использования имеющегося положительного опыта в современной России;

провести периодизацию развития российского рынка облигаций субъектов Федерации и муниципальных образований, определить характерные черты и проблемы, стоявшие перед рынком субфедеральных и муниципальных облигаций на каждом этапе развития;

проанализировать использование средств, привлеченных в результате размещения субфедеральных и муниципальных облигационных займов;

определить особенности первичного размещения и обращения субфедеральных и муниципальных облигационных займов;

проанализировать риски эмитента и инвестора на рынке субфедеральных и муниципальных облигационных займов, привлекательность данных ценных бумаг для эмитентов и инвесторов;

проанализировать состояние государственного долга и результаты эмиссионной деятельности администрации Тверской области как типичного субъекта РФ, имеющего незначительный опыт облигационных заимствований и проблемы с управлением государственным долгом; определить рекомендации по развитию облигационных заимствований Тверской области;

определить перспективы и основные направления развития российского рынка облигаций субъектов Федерации и муниципальных образований.

Объект и предмет исследования. Объектом исследования является рынок субфедеральных и муниципальных ценных бумаг. Предметом исследования является природа, структура и объем облигационных займов субъектов Федерации и муниципальных образований, а также отношения, возникающие на указанном рынке.

Методологическую и теоретическую основы исследования составили труды ведущих зарубежных и отечественных авторов в области финансов, кредита и ценных бумаг, законодательные и нормативно-правовые акты Российской Федерации и Тверской области.

Выводы, рекомендации и предложения обоснованы применяемыми методами, непосредственным образом связанными с объектом и предметом исследования. При работе над диссертацией использовались следующие методы: метод наблюдения, метод индукции и дедукции, метод сравнения, анализа и синтеза, метод исторического и логического анализа, теоретический метод, метод обобщений, причинно-следственный метод, экономико-статистический метод, метод научной абстракции и функциональный метод.

Информационной базой исследования послужили следующие информационные источники, систематизированные и обработанные автором:

официальные документы - кодексы законов, законодательные и нормативные акты, положения, инструкции, доклады, проекты;

научные источники - книги, монографии, информационно-аналитические журналы, научные доклады и отчеты, материалы научных конференций, семинаров;

статистические источники - статистические материалы, фактические данные Министерства финансов Российской Федерации, отчеты и данные органов государственной власти Тверской области, материалы разных организаций, фондов, институтов;

базы данных компьютерной сети Интернет.

Научная новизна исследования заключается в том, что автором проведено комплексное исследование российского рынка облигаций субъектов Федерации и муниципальных образований и предложены основные направления совершенствования эмиссионной деятельности органов государственной власти субъектов РФ и муниципальных образований на рынке ценных бумаг:

1. Выявлена экономическая обусловленность и роль субфедеральных и муниципальных облигационных займов. Их существование обусловлено постоянным несоответствием между величиной финансовых ресурсов, которыми располагают территориальные органы власти, и потребностями региона. Указанные ценные бумаги являются наиболее приемлемым и экономически целесообразным методом финансирования расходов территориальных органов власти, широко распространенным в мире способом удовлетворения финансовых потребностей административно-территориальных единиц государства.

2. Определены основные функции субфедеральных и муниципальных облигационных займов как финансовой категории: 1). распределительная, благодаря которой осуществляется формирование централизованных денежных фондов территориальных органов власти и их использование на принципах срочности, платности и возвратности; 2). регулирующая, суть которой состоит в том, что, выступая в качестве заемщика на рынке ценных бумаг, территориальный орган власти оказывает воздействие на состояние денежного обращения, уровень про центных ставок на денежном рынке и рынке капиталов; 3). контрольная, благодаря которой осуществляется контроль за целевым использованием заемных средств, привлеченных путем выпуска облигаций, за сроками их возврата и своевременностью уплаты процентов.

3. Определены этапы развития российского рынка субфедеральных и муниципальных облигаций: этап становления (1992-1996 гг.), этап развития (с 1997 г. по 17 августа 1998 г.), кризисный этап ( с 17 августа по 31 декабря 1998 г.), посткризисный этап (с 1999 г. по настоящее время); характерные черты каждого этапа развития данного рынка и проблемы, стоявшие перед рынком субфедеральных и муниципальных облигаций на каждом этапе развития.

4. Сделан ряд важных выводов в отношении целевого использования облигационных займов субъектов РФ и муниципальных образований: 1). основная масса субфедеральных и муниципальных облигаций носит нецелевой характер; 2). эффективность использования большинства облигационных займов субъектов Федерации и муниципальных образований является достаточно низкой; 3). отсутствуют механизмы защиты прав кредиторов по контролю за целевым использованием заемных средств, привлеченных путем выпуска облигаций, управлению средствами резервных фондов займов (что ведет к их неэффективному и/или неправомерному использованию); 4). отсутствует развитая система мониторинга реализации инвестиционных проектов и оценки величины кредитных рисков по ним.

5. Выявлены недостатки первичного размещения и вторичного рынка облигаций субъектов РФ и муниципальных образований: 1). почти все субфедеральные и муниципальные облигационные займы отличает несовершенная система размещения и обращения данных ценных бумаг; 2). вторичный рынок облигаций субъектов Федерации и муниципальных образований находится в начальной стадии формирования и отличается низкой ликвидностью, что сильно снижает привлекательность данных ценных бумаг для крупных институциональных инвесторов.

6. Предложены основные направления совершенствования эмиссионной деятельности органов власти субъектов РФ и муниципальных образований на рынке ценных бумаг. К ним относятся предложения по снижению проектного, кадрового и кредитного рисков, риска непривлекательности займа, повышению ликвидности субфедеральных и муниципальных облигаций, преодолению информационной закрытости субъектов Федерации и муниципальных образований, созданию институциональных механизмов защиты прав кредиторов, финансирующих региональные и местные органы власти, а также по формированию новых категорий инвесторов.

Степень обоснованности научных положений, рекомендаций и выводов, полученных соискателем. Все выводы и предложения соискателя обоснованы и базируются на анали зе федеральных законов, законодательных и нормативных актов, положений, инструкций, монографий, информационно-аналитических журналов, научных докладов и отчетов по теме диссертации, а также фактических данных Министерства финансов РФ, органов государственной власти Тверской области, материалов различных организаций, фондов, институтов и базы данных компьютерной сети Интернет.

Апробация и внедрение результатов исследования. Основные теоретические и практические результаты исследования апробированы соискателем в открытой печати, обсуждены в процессе дискуссии в Научно-исследовательском финансовом институте Министерства финансов Российской Федерации. Опубликованные автором работы достаточно полно отражают основные теоретические положения диссертационного исследования, практические результаты и рекомендации, сделанные автором. Основные выводы и положения диссертации отражены в 3 научных работах (без соавторства) общим объемом 2,8 п.л.

Теоретические выводы и практические рекомендации, содержащиеся в исследовании, используются в деятельности администрации Тверской области, что подтверждается справкой о внедрении.

Теоретическая и практическая значимость работы состоит в том, что положения, рекомендации и выводы, сформулированные в диссертационной работе, могут быть использованы: для дальнейшего более глубокого исследования механизма рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг; при разработке предложений по совершенствованию использования субфедеральных и муниципальных ценных бумаг с целью решения социально-экономических проблем регионов; органами государственной власти при разработке нормативно-правовых актов и рекомендаций по развитою рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг; в учебном процессе при совершенствовании программ учебных курсов и чтении лекций по специальностям «Экономическая теория», «Финансы, денежное обращение и кредит», «Биржевое дело и рынок ценных бумаг», «Государственное управление». Ряд положений может быть полезен в качестве методического руководства работникам научно-исследовательских институтов, а также студентам и аспирантам экономических специальностей.

Структура и обьем диссертации обусловлены целями и задачами, поставленными в процессе исследования. Структура работы обеспечила логическое развитие темы исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы (236 наименований), 7 таблиц, 12 диаграмм и 11 приложений.

## Место субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в составе финансовых рынков

Рыночная экономика представляет собой совокупность различных рынков, одним из которых является финансовый рынок, представлякщий собой важнейший источник роста рыночной экономики. На финансовом рынке происходит распределение денежных средств между участниками экономических отношений.

Финансовый рынок представляет собой «совокупность всех денежных ресурсов, находящихся в постоянном движении, т.е. распределении и перераспределении под влиянием меняющегося соотношения спроса и предложения на эти ресурсы со стороны различных субъектов экономики» .

Объективной предпосылкой функционирования финансового рынка является несовпадение потребности в финансовых ресурсах у того или иного субъекта с наличием источников удовлетворения этой потребности. Сплошь и рядом денежные средства имеются в наличии у одних владельцев, а инвестиционные потребности возникают у других. Для аккумулирования временно свободных денежных средств и эффективного их использования и предназначен финансовый рынок, функциональное назначение которого состоит в посредничестве движению денежных средств от их владельцев (сберегателей) к пользователям (инвесторам).

Финансовый рынок играет важную роль в воспроизводственном процессе, обеспечивая свободное движение финансовых ресурсов. С помощью финансового рынка осуществляется сбор средств от сберегателей и их передача юридическим лицам и органам государственной власти для финансирования инвестиционных проектов, государственных и прочих расходов. Кроме того, благодаря финансовому рынку, обеспечивается участие сберегателей в прибылях предпринимателей.

Функционирование финансового рынка имеет огромное народнохозяйственное значение:

1. Благодаря финансовому рынку становится возможным инвестирование средств в производство, что позволяет увеличивать производственные мощности страны, накапливать ресурсный потенциал.

2. С помощью финансового рынка облегчается развитие отраслей и предприятий, обеспечивающих максимальную прибыль инвесторам.

3.Перелив капиталов, осуществляемый на финансовом рынке, способствует ускорению научно-технического прогресса, быстрейшему внедрению научно-технических достижений.

4. Финансовый рынок позволяет цивилизованным способом покрывать бюджетный дефицит, поскольку именно на финансовом рынке изыскиваются свободные денежные средства для покрытия растущих государственных расходов.

Финансовый рынок функционирует как в виде рынка ценных бумаг, так и в виде рынка банковских кредитов (ссуд)2. Как правило, коммерческие банки не предоставляют кредиты на срок более 1 года, а рынок ценных бумаг позволяет привлекать значительные финансовые средства на любой срок и обычно на более выгодных условиях по сравнению с банковским кредитом (более низкий уровень процентной ставки по заемным ресурсам и более длительный срок заимствований).

В общем виде рынок ценных бумаг молено определить как «совокупность экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг между его участниками» . В этом смысле понятие «рынок ценных бумаг» не отличается и не может отличаться от определения рынка любого другого товара (например, нефти). Отличия появляются только в том случае, если сравнить сам объект исследуемого рынка. Номенклатура рынка ценных бумаг соответствует товарному рынку в целом, а не рынку какого-то отдельного товара. Далее товар производится на заводах и фабриках, а ценные бумаги выпускаются в обращение; для того, чтобы товар дошел до своего потребителя нужна своя организация товародвижения, а для ценных бумаг -своя; товар продается один или несколько раз, а ценная бумага может продаваться неограниченное число раз и т.д. Таким образом, рынок ценных бумаг является составной частью рынка любой страны, а его основой являются товарный рынок, деньги и денежный капитал.

## Основные этапы развития рынка облигаций субъектов Федерации и муниципальных образований

С переходом к рыночным отношениям оргины исполнительной власти субъектов РФ и муниципальных образований все меньше надеются на финансовую помощь федеральных органов власти, а вынуждены рассчитывать в основном на собственные силы при решении задач социально-экономического развития территорий. Возросшая экономическая самостоятельность территорий не только дает возможность для проявления большей инициативы территориальных органов власти, но и накладывает на них большую ответственность за экономическую политику, проводимую на подведомственной территории.

В настоящее время в экономике России прослеживается постепенный переход от разноплановых и не всегда удачных попыток органов исполнительной власти субъектов Федерации и муниципальных образований наладить финансирование, имеющее стабильный характер, к цивилизованным и используемым в мировой практике методам привлечения финансовых ресурсов, одним из которых является выпуск облигационных займов.

До вступления в силу федерального закона от 11.03.1997 № 48-ФЗ «О переводном и простом векселе» недостаток финансовых ресурсов для финансирования дефицита территориальных бюджетов и инвестиционных программ органы исполнительной власти субъектов РФ и муниципальных образований пытались решать путем выпуска неэмиссионных ценных бумаг, а именно векселей, характерной особенностью которых было их погашение не денежными средствами, а расчетами по налоговым платежам. Векселя региональных и местных администраций выпускались в городах Ростове-на-Дону, Новосибирске, Челябинске, Оренбурге, Ижевске, Новосибирской и Оренбургской областях и др. Дать какие-либо количественные оценки выпуска и использования векселей органами власти субъектов РФ и муниципальных образований не представляется возможным, т.к. эмитенты неохотно раскрывают эту информацию.

Удобство выпуска векселей для органов исполнительной власти субъектов РФ и муниципальных образований состояло в том, что их выпуск не надо было регистрировать и платить налоги (в частности, налог на операции с ценными бумагами). В результате подобной практики проблема недостатка финансовых ресурсов в регіонах решалась только на короткое время -реально же положение лишь усугублялось. Так, развитие рынка векселей региональных и местных администраций привело к «вымыванию» денежных средств из бюджета и реальному снижению налоговых поступлений. Кроме того, выступая в качестве денежных суррогатов, эти векселя подтачивали систему денежного обращения страны и усиливали тенденцию к автоно-мизации территорий, но не в нужном направлении. Заменяя реальные деньги, они не решали ни проблему пополнения бюджета «живыми» деньгами, ни проблему платежей радикально и по существу. Указанные векселя имели низкую ликвидность, что приводило к повышению подрядчиками цен на поставляемые ими товары, выполняемые работы, оказываемые услуги, а также к завышению объемов работ. Следует отметить, что в целом эффективность бюджетного финансирования с использованием данных векселей была очень низкой.

В этих условиях Правительство Российской Федерации приняло меры по упорядочению данной ситуации. В марте 1997 года федеральным законом «О переводном и простом векселе» фактически был запрещен выпуск собственных векселей органами власти субъектов РФ и муниципальных образований109.

Большинство субъектов Федерации и муниципальных образований испытывает острую потребность в финансовых ресурсах, необходимых как для реализации важных региональных, местных инвестиционных (социальных и экономических) программ и проектов, так и для покрытия дефицита бюджета и ликвидации кассовых разрывов, т.е. для решения в регионах финансовых и социально-экономических проблем. Недостаток собственных источников доходов, высокая стоимость и короткие сроки банковских кредитов, а также фактический запрет на выпуск собственных векселей вынуждают региональные и местные органы власти вести поиск более дешевых финансовых ресурсов по сравнению с банковскими кредитами, к которым, в частности, относится выпуск облигационных займов. Эмиссия субфедеральных и муниципальных облигаций позволяет привлечь в регионы финансовые ресурсы широкого круга инвесторов на сравнительно выгодных условиях, что обеспечивает возможность решения в регионах неотложных финансовых и социально-экономических проблем.

К настоящему времени практика выпуска облигаций органами исполнительной власти субъектов РФ и муниципальных образований приобрела заметные масштабы. Следует отметить, что такой путь привлечения финансовых ресурсов субъектами Федерации и муниципальными образованиями является перспективным, хотя и требует оценки результатов и серьезного последующего анализа.

## Анализ состояния государственных финансов и государственного долга Тверской области

Проанализируем состояние государственного долга и результатов эмиссионной деятельности администрации Тверской области как типичного субъекта Российской Федерации, имеющего незначительный опыт облигационных заимствований и проблемы с управлением государственным долгом.

С целью оценки финансового состояния Тверской области и кредитного риска, сопряженного с инвестициями в государственные ценные бумаги Тверской области, рассмотрим динамику исполнения областного бюджета, структуру его доходной и расходной частей, соотношение их различных составляющих, а также динамику и структуру государственного долга Тверской области.

Анализ состояния областного бюджета Тверской области.

Доходы областного бюджета. Данные об исполнении областного бюджета Тверской области в 1997-2001 годах приведены в приложении 11.

Общий объем доходов областного бюджета за 2001 год составил 4908121 тыс. рублей, в том числе: собственные доходы - 2521487 тыс. рублей, внешние доходы - 2386634 тыс. рублей (приложение 11).

Проанализируем состояние государственного долга и результатов эмиссионной деятельности администрации Тверской области как типичного субъекта Российской Федерации, имеющего незначительный опыт облигационных заимствований и проблемы с управлением государственным долгом.

С целью оценки финансового состояния Тверской области и кредитного риска, сопряженного с инвестициями в государственные ценные бумаги Тверской области, рассмотрим динамику исполнения областного бюджета, структуру его доходной и расходной частей, соотношение их различных составляющих, а также динамику и структуру государственного долга Тверской области.

Анализ состояния областного бюджета Тверской области.

Доходы областного бюджета. Данные об исполнении областного бюджета Тверской области в 1997-2001 годах приведены в приложении 11.

Общий объем доходов областного бюджета за 2001 год составил 4908121 тыс. рублей, в том числе: собственные доходы - 2521487 тыс. рублей, внешние доходы - 2386634 тыс. рублей (приложение 11).

Общий размер неналоговых доходов в 2001 году составил 32911 тыс. рублей, или 1,3% от объема собственных доходов (рисунок 4). Как правило, неналоговые доходы зависят от случайных единичных факторов, имеют высокую помесячную вариацию и поэтому не могут рассматриваться в качестве надежного источника пополнения доходной части бюджета. Низкую долю неналоговых доходов в структуре собственных доходов областного бюджета Тверской области можно считать позитивным фактором при оценке кредитного риска связанного с инвестициями в государственные ценные бумаги Тверской области.

В 2001 году общий размер налоговых доходов составил 2488576 тыс. рублей, или 98,7% от общего объема собственных доходов, что свидетельствует о стабильном состоянии областного бюджета, потому что поступления из налоговых источников, как правило, отличаются высокой стабильностью и предсказуемостью (рисунок 4). Абсолютный объем налоговых доходов за 1997-2001 годы возрос более, чем в 5 раза с 749908 тыс. рублей до 2488576 тыс. рублей (рисунок 4).

Структура налоговых доходов областного бюджета в 1997-2000 годах отличалась достаточно высокой стабильностью. Доля различных налогов в общем объеме налоговых поступлений менялась незначительно. В 1997-2001 годах их основную часть составляли поступления от прямых налогов на прибыль, доход и прирост капитала (прежде всего налог на прибыль (доход) предприятий и организаций, подоходный налог с физических лиц) и налоги на товары и услуги (прежде всего налог на добавленную стоимость и акцизы). Однако в 2001 году в связи с изменениями налогового законодательства, предусмотренными второй частью Налогового кодекса РФ, налог на добавленною стоимость в полном размере стал поступать в федеральный бюджет. Это существенно снизило возможность Тверской области по самостоятельному формированию доходной базы бюджета: сохранив за собой основную массу расходньа обязательств, регион потерял значительную часть налоговых источников, что привело к увеличению зависимости области от федерального бюджета.

Внешние доходы областного бюджета, которые формируются, главным образом, за счет перечислений из федерального бюджета в виде трансфертов, субвенций, дотаций и средств, получаемых по взаимным расчетам, имели тенденцию к росту как в абсолютном, так и в относительном выражении. Так, за период с 1997 по 2001 годы обший размер внешних доходов возрос в 7,5 раз с 314804 тыс. рублей до 2386634 тыс. рублей, доля внешних доходов в общем объеме доходов за указанный период увеличилась на 19,5% (с 29.1% в 1997 году до 48,6% в 2001 году) (рисунок 3).

Таким образом, зависимость областного бюджета Тверской области от внешних источников доходов, формируемых за счет поступлений из федерального бюджета, с каждым годом увеличивается. Ярко выраженная зависимость Тверской области от федеральных органов власти, безусловно, увеличивает кредитный риск, сопряженный с инвестициями в государствен ные ценные бумаги Тверской области.