Логунов Артур Николаевич. Облигационные займы как инструмент привлечения капитала в экономику регионов Российской Федерации : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2001 175 c. РГБ ОД, 61:02-8/397-X

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Сущность и механизм рынка субфедеральных и муниципальных облигаций 10

1.1. Сущностные черты субфедеральных и муниципальных облигаций и их роль на рынке ценных бумаг 10

1.2. Зарубежный опыт использования различных видов муниципальных облигаций. 27

Глава 2. Рынок субфедеральных и муниципальных облигаций в России 50

2.1. Нормативно-правовая база развития рынка субфедеральных и муниципальных облигаций на современном этапе 50

2.2. Условия формирования и функционирования рынка облигаций субъектов РФ и муниципальных образований на современном этапе 67

2.3. Основные модели организации системы субфедеральных облигационных заимствований в РФ 89

Глава 3. Еврооблигационные заимствования субъектов РФ 120

3.1. Рынок еврооблигаций как эффективное средство привлечения капитала в экономику страны и ее регионов 120

3.2. Субъекты РФ и муниципальные образования на еврооблигационном рынке 136

Заключение 157

Библиография 162

Приложения 171

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**В условиях существующего дефицита у большинства субъектов РФ и муниципальных образований собственных финансовых ресурсов для финансирования капиталоемких социально-экономических программ, особую значимость приобретает поиск и эффективное использование дополнительных источников денежных средств, внешних по отношению к соответствующему бюджету. Одним из таких источников, получивших широкое распространение во многих развитых странах мира, является выпуск и размещение региональной или местной администрацией собственных облигационных займов.

Эмиссия субфедеральных и муниципальных облигаций позволяет соответствующей администрации решать широкий перечень задач, основными из которых являются финансирование региональных инвестиционных программ и капиталоемких проектов, сглаживание колебаний при поступлении налоговых платежей в бюджет (т.е. ликвидация кассовых разрывов), финансирование текущего дефицита бюджета, погашение ранее размещенных займов (рефинансирование существующей задолженности, при этом, не должно становиться самоцелью всей системы облигационных займов региона) и т.д.

Деятельность регионов и муниципалитетов, связанная с выпуском, обращением и погашением их собственных облигационных займов, представляет собой важную область научного теоретического и практического знания в сфере управления социально-экономическими процессами. Однако до сих пор многие вопросы этой отрасли знания разработаны недостаточно. В частности, принципиальным вопросом, отсутствие решения по которому является сегодня одним из основных тормозов на пути развития субфедерального и муниципального облигационного заимствования, является недостаточная надежность этого инструмента как такового. Причина данной ненадежности заключается в отсутствии у инвесторов эффективного и реально работающего механизма для осуществления контроля за целевым использованием администрациями-эмитентами привлеченных по займу денежных средств, а также для реализации прав кредиторов при дефолте региона-эмитента. Другим ограничивающим фактором на пути развития

**-4-**данного финансового инструмента является ориентация подавляющего большинства выпусков на кредитно-финансовые институты (со всей вытекающей отсюда инфраструктурой и системой отношений между участниками), в то время как количество и объем займов, ориентированных на население, остаются крайне низкими. Для переориентации эмитентов на сбережения населения необходима соответствующая теоретическая проработка вопросов, касающихся построения инфраструктуры региональной системы облигационного заимствования, взаимоотношений между ее различными участниками, инвестиционных качеств эмитируемых облигаций (величина номинала, форма выпуска, периодичность выплаты дохода) и т.д.

Необходимость решения вышеперечисленных вопросов относительно повышения надежности механизма субфедерального и муниципального облигационного заимствования для инвестора и ориентации данного инструмента прежде всего на население предопределили выбор темы настоящей работы.

**Степень научной разработанности проблемы.**Несмотря на многочисленность научных трудов, освещающих проблемы рынка ценных бумаг в целом, ряд вопросов, решение которых сегодня является принципиальным для более динамичного развития отечественного рынка субфедеральных и муниципальных облигационных заимствований (в частности, вопросы, касающиеся обеспечения целевого использования администрациями-эмитентами привлеченных от размещения своих облигаций денежных средств, вопросы, связанные с созданием эффективного механизма реализации прав инвесторов в случае дефолта соответствующей администрации), исследован недостаточно.

Среди зарубежных ученых, в исследованиях которых затрагивается тема облигационных заимствований нецентральных органов власти, в первую очередь необходимо отметить Frank G. Zarb, Frank J. Fabozzi, Irving M. Pollack, Laura S. Rubin, Sylvan G. Feldstein.

В отечественной научной литературе заслуживают внимания труды Баринова В.Т., Климовича М.В., Костикова И.В., Пахомова СБ., Тумасянц СМ., Шадрина А.П. и других.

**Объект исследования**- субфедеральные и муниципальные облигации в Российской Федерации, их особенности как объекта социально-экономических отношений.

**Предмет исследования**- отношения, возникающие в процессе подготовки к эмиссии, эмиссии, обращения и погашения облигаций субъектов РФ и муниципальных образований как финансового инструмента и источника социально-экономического развития соответствующих территорий.

**Цель исследования:**разработать систему теоретических и методологических положений, а также соответствующих практических рекомендаций, позволяющих повысить надежность субфедеральных и муниципальных облигаций как инструмента отечественного фондового рынка, предложить модель системы облигационного заимствования, способствующую привлечению на данный сегмент рынка ценных бумаг денежных средств населения.

**Задачи исследования.**Для достижения поставленной цели автор сформулировал и предпринял попытку решения следующих основных задач:

уточнить классификацию специфических характеристик субфедеральных и муниципальных облигаций, обусловленных особым статусом их эмитента;

разработать модель организации системы регионального облигационного заимствования, основанную на использовании функционально-целевого подхода при проектировании указанной системы;

предложить и обосновать целесообразность использования дополнительных элементов системы регионального облигационного заимствования, способствующих повышению надежности вложений в облигации субъектов РФ для инвесторов;

на основе анализа текущей ситуации и тенденций развития облигационного заимствования субнациональными и местными органами власти в развитых странах мира (прежде всего в США), а также исследования современных процессов, происходящих на российском рынке субфедеральных и муниципальных облигаций, разработать систему внебиржевого облигационного заимствования российскими регионами, рассчитанную на население;

- проанализировав опыт субъектов РФ в качестве эмитентов еврооблигаций, оценить возможности и специфические риски, возникающие у эмитентов в связи с эмиссиями на рынке еврооблигационных заимствований, а также выработать практические рекомендации по уменьшению валютных рисков, возникающих у субъектов РФ - эмитентов данных ценных бумаг.

**Теоретическая, методологическая и информационная основа исследования.**Методология и методика исследования состоят в использовании системного подхода и общих методов научного познания (абстрагирования, анализа и синтеза, дедукции и индукции, исторического и логического методов, метода восхождения от абстрактного к конкретному) как взаимосвязанных и взаимодополняемых элементов. Результаты диссертационного исследования логически обоснованны, систематизированы на основе сочетания теоретического обобщения и эмпирического анализа экономических явлений.

Теоретической основой исследования послужили законодательные и нормативные акты Российской Федерации, труды зарубежных и отечественных ученых и специалистов-практиков, посвященные данной проблематике.

Информационная база исследования основывается на следующих материалах, опубликованных в печати или размещенных в глобальной сети Internet: The Bond Buyer, исследования и отчеты Municipal Securities Rulemaking Board, Public Works Loan Board, а также исследования и отчеты рейтинговых агентств Standard & Poor's, Moody's, Fitch IBCA; материалы отчетов Министерства финансов РФ, Центрального Банка РФ, Госкомстата РФ, Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг РФ, Комитета муниципальных займов и развития фондового рынка Правительства Москвы, Комитета финансов администрации Санкт-Петербурга, НАУФОР и др.

**Научная новизна диссертационного исследования**заключается в выработке конкретных механизмов, внедрение которых позволит добросовестным эмитентам значительно увеличить надежность своих облигаций в глазах инвесторов (а, следовательно, снизить стоимость обслуживания долга), и в построении базовой модели организации системы облигационных заимствований, рассчитанной на население.

**-7-**Для повышения надежности облигаций регионов, а также их привлекательности для населения автором было сделано следующее:

- уточнена классификация специфических характеристик субфедеральных и  
муниципальных облигаций, обусловленных особым статусом их эмитента.  
Автор предлагает рассматривать специфику данного финансового инструмента  
в трех аспектах: во-первых, на макроэкономическом уровне; во-вторых, с точки  
зрения конкретного эмитента и, в-третьих, с точки зрения инвестора;

- на базе функционально-целевого подхода автором предложена модель  
организации системы облигационного заимствования в регионе. Использование  
этой модели позволит региональным администрациям выстраивать более  
адекватные целям эмиссии облигаций системы региональных заимствований, а  
также значительно снизит величину соответствующих трансакционных  
издержек, связанных с управлением этими системами, позволит  
администрации-эмитенту более эффективно и оперативно управлять своим  
долгом;

- предложено создать два структурных подразделения администрации-  
эмитента - Отдел муниципальных облигационных займов и Наблюдательный  
Совет, которые специализировались бы исключительно на вопросах,  
соответственно, текущего и стратегического руководства системой  
облигационных заимствований в регионе;

доказана целесообразность создания специального фонда облигационных займов, источником формирования которого должны стать денежные средства, полученные от размещения облигаций, а также доходы, поступающие от профинансированных ранее проектов. Автор обосновывает основные принципы использования данного фонда, которые призваны обеспечить строго целевое расходование аккумулированных в нем средств;

разработан действенный механизм для обеспечения в условиях исполнения регионального и местного бюджетов на основе принципа единства кассы (т.е. наличия единого для всех доходов и расходов счета) строгого и оперативного учета всех входящих и исходящих в рамках системы облигационного заимствования региона финансовых потоков, а также механизм эффективного раскрытия данной информации;

- предложена схема организации внебиржевого рынка облигаций региона, которая должна позволить значительно увеличить долю населения на данном сегменте отечественного рынка ценных бумаг.

**Практическая значимость исследования**состоит в том, что его результаты позволят субъектам РФ и муниципальным образованиям увеличить объем средств из внебюджетных источников для решения задач социально-экономического развития своей территории и сократить расходы на обслуживание соответствующего долга.

Реализация основных предложений автора позволит повысить надежность субфедеральных и муниципальных облигаций для инвесторов, сделать данный инструмент привлекательным и для физических лиц.

Результаты настоящей работы вносят определенный вклад в теоретические исследования субфедеральных и муниципальных облигационных заимствований и могут быть использованы при разработке учебных курсов «Финансовые рынки», «Рынок ценных бумаг» и «Государственные финансы», а также при составлении учебных пособий по названным курсам.

**Апробация исследования.**Выводы и предложения автора, представленные в диссертации, нашли свое практическое применение при построении системы регионального облигационного заимствования в Эвенкийском автономном округе, в частности, при разработке нормативно-правовой базы по вопросам выпуска, обращения и погашения облигаций данного субъекта РФ, определении и документальном оформлении принципов взаимоотношений между администрацией округа и Генеральным управляющим проекта и т.д.

Материалы диссертационного исследования были использованы автором при проведении семинарских занятий по курсу «Финансовые рынки» на экономическом факультете Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова.

По теме диссертации автором были опубликованы 7 статей общим объемом 2,5 п.л. Основные выводы и предложения, изложенные в настоящей работе, были доложены автором на Краевой научно-практической конференции студентов и аспирантов (г.Красноярск, 22.04.1996), на международной научной конференции «Финансовая экономика: концепции, структуры, менеджмент»

**-9-**(г.Москва, 4-6.04.2000), на VII Международной конференции студентов и аспирантов по фундаментальным наукам «Ломоносов» (г.Москва, 12-15.04.2000), а также на научной конференции «Формирование экономической системы России в координатах мирового развития» (в рамках Ломоносовских чтений; г.Москва, 25-26.04.2000).

**Объем и структура работы**определены актуальностью рассматриваемой проблемы, ее практической значимостью, целью и логикой исследования. Диссертация состоит из введения, 3-х глав, содержащих основные результаты исследования, заключения, библиографического списка использованной литературы и приложений. Работа изложена на 161 странице машинописного текста, библиографический список содержит 172 наименования.

В работе приведены 2 таблицы и 12 приложений.

## Сущностные черты субфедеральных и муниципальных облигаций и их роль на рынке ценных бумаг

Сущностные черты субфедеральных и муниципальных облигаций определяются, прежде всего, двумя основными моментами:

1) их принадлежностью к облигациям как виду ценных бумаг;

2) особенностями выпуска, обращения и погашения, которые обусловлены особым статусом эмитента субфедеральных и муниципальных облигационных займов.

Начиная разговор об облигациях как о виде ценных бумаг, целесообразно сделать небольшое замечание, касающееся содержания категории стоимости применительно к ценным бумагам как таковым. Очевидно, что сама по себе, именно как бумага, ценная бумага стоимости не имеет, т.е. ее стоимость как ценной бумаги несопоставима с ее стоимостью как листа бумаги (пусть и красиво оформленного), не говоря уже о ценных бумагах, обращающихся на рынке в бездокументарной форме. Но, безусловно, ценная бумага связана со стоимостью, причем, именно реальной стоимостью - прошлой, настоящей или будущей; она представляет стоимость, участвует в ее создании и возрастании, дает право распоряжаться ею. Таким образом, в феномене ценной бумаги сходятся воедино: 1) бумажный документ-знак - фикция, т.е. то, что само по себе ничто, и 2) реальная стоимость, которая, естественно, уже есть нечто. В итоге фикция наполняется реальностью, а ценные бумаги, оказываясь реальной-таки ценностью, становятся стоимостью, а при участии в деле ее самовозрастания - и капиталом {69, cTp.l50J. Но капиталом фиктивным, т.е. имеющим дело с фиктивной стоимостью.

В настоящий момент фиктивный капитал представлен поистине фантастическим разнообразием инструментов: акциями, облигациями, векселями, опционами, фьючерсами и т.д. Ниже в данной работе речь пойдет об одном из таких инструментов - об облигациях, причем не всех, а лишь эмитированных региональными и местными органами власти.

Прежде всего, начиная разговор об облигациях, отметим, что данный вид ценных бумаг опосредует отношения займа. Так, статьями 816 и 817 ГК РФ установлено, что договор займа может оформляться путем выпуска и продажи облигаций, в том числе государственных и муниципальных. Возможность выпуска облигаций должна быть прямо установлена законом, либо президентским указом, или постановлением федерального правительства. В таком случае к отношениям облигационного займа общие правила Гражданского кодекса РФ о договоре займа могут применяться лишь постольку, поскольку иное не предусмотрено этими актами. Например, ограничения на выпуск облигаций региональными и муниципальными органами исполнительной власти предусмотрены в Бюджетном кодексе РФ и Федеральном законе от 29.07.1998 №136-Ф3 «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» (подробнее о механизме выпуска, обращения и погашения субфедеральных и муниципальных облигаций в РФ смотри вторую главу настоящей диссертации).

В статье 816 Гражданского кодекса РФ (часть II) облигация определяется следующим образом: «ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный ею срок номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента. Облигация предоставляет ее держателю также право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права».

В статье 2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 №39-ФЗ (который, правда, не распространяется на субфедеральные и муниципальные облигации) облигация определяется как эмиссионная ценная бумага. В этой же статье дается определение эмиссионной ценной бумаги - это любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками: закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» формы и порядка;

- размещается выпусками;

- имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

Специфика субфедеральных и муниципальных облигаций может быть рассмотрена как на макроэкономическом уровне, так и на уровне отдельных участников соответствующей системы облигационного заимствования, прежде всего, администрации-эмитента и инвесторов.

Специфика данного инструмента на макроэкономическом уровне заключается, главным образом, в следующем:

1) Все возникающие по облигационному займу риски (инвестиционные -связанные с возвратом от финансирования инвестиционного проекта, под который выпускался заем, валютные - связанные с эмиссией облигаций, номинированных в иностранной валюте, или облигаций, основные выплаты по которым индексируются в зависимости от курса иностранной валюты, риск процентной ставки - который может возникнуть, например, при финансировании долгосрочных проектов за счет выпуска кратко- и среднесрочных облигаций и др.) ложатся, в конечном итоге, на бюджет соответствующего региона или муниципального образования. Это означает, в частности, то, что в случае непродуманной политики соответствующей администрации в области облигационных заимствований могут пострадать широкие слои населения данного региона или муниципального образования: налогоплательщики, работники бюджетной сферы, персонал компаний, являющихся подрядчиками администрации и т.д. Яркий пример из новейшей отечественной истории - положение субъектов РФ-эмитентов еврооблигаций после резкой девальвации рубля в 1998г.

## Нормативно-правовая база развития рынка субфедеральных и муниципальных облигаций на современном этапе

Развитие нормативно-правовой базы, регулирующей эмиссию, обращение и погашение субфедеральных и муниципальных облигаций, в новейшей истории характеризовалось хроническим запаздыванием по отношение даже к той практике заимствования, которая фактически сложилась на рынке данных инструментов. Практически до середины 1998г., когда был принят Федеральный закон от 29.07.1998 № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг», основным нормативным документом, регулирующим эмиссию и обращение данных ценных бумаг, оставалась инструкция Министерства финансов РФ №2 от 03.03.1992 «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг на территории Российской Федерации». Данный документ устанавливал лишь самые общие требования к процедуре эмиссии и обращения су б федеральных и муниципальных облигаций. В соответствии с п.5 вышеуказанной инструкции, регистрация ценных бумаг, эмитируемых органами государственной власти и управления республик в составе Российской Федерации, краев и областей, городов и районов должна была производиться в Министерстве финансов РФ независимо от суммы эмиссии. Напомню, что ценные бумаги всех остальных эмитентов (кроме страховых организаций и иностранных эмитентов, а также кроме банков и иных кредитных учреждений, которые независимо от суммы эмиссии, должны были регистрировать свои ценные бумаги в Центральном Банке РФ) подлежали регистрации в Министерстве финансов РФ только в том случае, если объем выпуска эмитентом ценных бумаг одного вида (по номиналу) был равен или превышал 50 млрд. рублей (до деноминации), а также при последующих выпусках, при которых общая сумма всех ранее выпущенных эмитентом ценных бумаг одного вида по номинальной стоимости станет равной или превысит вышеуказанные 50 млрд. неденоминированных рублей. В противном случае ценные бумаги данных эмитентов подлежали регистрации в министерствах финансов республик в составе РФ, краевыми, областными, городскими (городов Москвы и Санкт-Петербурга) финансовыми отделами по месту нахождения (юридическому адресу) эмитента. В соответствии с этой инструкцией, решение о выпуске ценных бумаг должно было приниматься органом управления эмитента, который имел на то полномочия согласно действующему законодательству и уставу. Этим же решением должны были быть утверждены проспект (или информация о выпуске) ценных бумаг, а также определены порядок и сроки осуществления мероприятий, связанных с выпуском. На практике это, как правило, означало следующее. Администрация региона-эмитента издавала постановление о создании рабочей группы или о начале каким-либо другим способом подготовки к эмиссии облигаций. Затем либо соответствующий департамент администрации, либо, если был привлечен профессиональный участник рынка ценных бумаг, Генеральный управляющий займа готовил все необходимые документы (решение о выпуске, проспект эмиссии, проекты всех необходимых постановлений администрации по созданию соответствующей инфраструктуры облигационного займа, проекты дополнений в закон о бюджете и т.д.). Губернатор и, как правило, начальник финансового управления подписывали эти документы. Законодательный орган региона-эмитента принимал соответствующие поправки в бюджет (в частности, на сумму процентов и, если погашение каких-то бумаг планировалось в текущем году - на номинал этих облигаций). Далее в произвольной форме заполнялось заявление на проведение регистрации ценных бумаг за подписью тех же должностных лиц, которые подписали проспект эмиссии, уплачивался налог на операции с ценными бумагами от суммы эмиссии, и весь этот пакет документов (заявление на регистрацию ценных бумаг, проспект эмиссии, решение о выпуске, как правило, копия Закона о бюджете, копия Закона о выпуске облигаций, копия платежного поручения об уплате налога на ценные бумаги) передавался в Министерство финансов РФ. В соответствии с п.7 инструкции №2 от 03.03.1992 срок рассмотрения данных документов не должен был превышать 45 дней. Причем п.8 этой инструкции устанавливал исчерпывающий перечень оснований для отказа в регистрации:

1) наличие в представленных документах сведений, позволяющих сделать вывод о противоречии условий выпуска ценных бумаг действующему законодательству;

2) неполнота или несоответствие сведений, содержащихся в проспекте эмиссии (информации), требованиям вышеуказанной инструкции.

В 1996г. был принят Федеральный закон от 22.04.96 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг». Однако установленные в этом законе процедура эмиссии ценных бумаг, условия их размещения и обращения на субфедеральные и муниципальные ценные бумаги не распространялись. Статьей 40 данного закона устанавливалось также и то, что на процедуру эмиссии ценных бумаг субъектов РФ не распространяются и полномочия Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. Таким образом, если и можно говорить о каком-то влиянии принятия вышеупомянутого закона на рынок субфедеральных и муниципальных облигаций, то необходимо отметить тот факт, что влияние это было косвенным и касалось, прежде всего, профессиональных участников этого рынка (закон устанавливал новые требования к профессиональным участникам и эмитентам на рынке ценных бумаг, в том числе и требования относительно совмещения профессиональных видов деятельности на рынке ценных бумаг, требования касательно эмиссии, размещения и обращения ценных бумаг, раскрытия информации о ценных бумагах, рекламы на рынке ценных бумаг и т.д.), а не самих субфедеральных и муниципальных облигаций.

Свой же закон рынок субфедеральных и муниципальных облигаций получил лишь накануне финансового кризиса августа 1998г. Им стал Федеральный закон от 29.07.1998 № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг». Важно отметить, однако, что некоторые положения вышеуказанного закона были позднее изменены новой редакцией Бюджетного кодекса РФ. Поэтому ниже анализ правового регулирования данного сегмента рынка ценных бумаг будет дан с учетом соответствующих изменений.

В соответствии с законом № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии...», в качестве эмитента субфедеральных облигаций выступает орган исполнительной власти субъекта РФ, к функциям которого отнесено составление и/или исполнение бюджета субъекта РФ. Эмитентами облигаций муниципального образования выступают, соответственно, исполнительный орган местного самоуправления, осуществляющий вышеуказанные функции.

Эмиссия субфедеральных и муниципальных облигаций может осуществляться отдельными выпусками, в рамках которых могут устанавливаться серии, разряды, номера облигаций.

Кроме этого, решением о выпуске субфедеральных и муниципальных облигаций может быть установлено деление выпуска на транши. Транш — это часть ценных бумаг данного выпуска, размещаемая в рамках объема данного выпуска в любую дату в течение периода обращения облигаций данного выпуска, не совпадающую с датой первого размещения.

Закон № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии...» ввел также определенные ограничения на осуществление субъектами РФ эмиссии облигаций, приводящей к образованию внешнего долга. Устанавливалось, что субъекты РФ могут осуществлять эмиссию таких облигаций только при выполнении следующих условий:

## Рынок еврооблигаций как эффективное средство привлечения капитала в экономику страны и ее регионов

Одним из наиболее ощутимых проявлений происходящей сегодня глобализации экономических процессов в мире является стремительное развитие рынка евробумаг. Анализ данного рынка, а особенно одной из его составляющих - рынка еврооблигаций, представляется особенно важным для российских регионов по целому ряду причин. Во-первых, он поможет показать, какие именно возможности и риски для региона-эмитента несет в себе выход на рынок еврооблигационных заимствований. Во-вторых, он поможет понять ту или иную линию поведения на рынке своих внутренних заимствований тех субъектов РФ, которые выпустили свои еврооблигации. Ведь необходимость обслуживать, а для Москвы и погашать (Санкт-Петербург и Нижегородская область выпустили 5-летние облигации, т.е. со сроком погашения в июне и октябре 2002г. соответственно) свои еврооблигационные выпуски после резкой девальвации рубля в результате кризиса в августе 1998г. заставила соответствующие администрации сильно пересмотреть расходы своих бюджетов.

Все вышеперечисленное обусловило необходимость рассмотрения еврооблигаций как финансового инструмента, а также рассмотрения самого рынка и механизма заимствования посредством выпуска еврооблигаций.

Прежде всего, отметим, что рынок еврооблигаций является одним из трех сегментов рынка евробумаг. Другими двумя сегментами рынка евробумаг являются рынок евроакций и рынок краткосрочных долговых обязательств различных форм, удовлетворяющих критериям евробумаг.

В соответствии с Директивой Комиссии европейских сообществ от 17.03.1989 №89/298/ЕЕС, регламентирующей порядок предложения новых эмиссий инвесторам на европейском рынке, евробумаги определяются как торгуемые ценные бумаги, которые:

- проходят андеррайтинг и размещаются через посредство синдиката, по меньшей мере, два участника которого зарегистрированы в разных государствах;

- предлагаются в значительных объемах в одном или более государствах, кроме страны регистрации эмитента;

- могут быть первоначально приобретены (в том числе по подписке) только при посредстве кредитной организации или другого финансового института.

Самым значительным и наиболее динамично развивающимся сегментом рынка евробумаг является рынок еврооблигаций, доля которых на рынке евробумаг составляет более 90%, а совокупная стоимость находящихся в обращении еврооблигационных займов равна примерно 3,5 трлн.долл. [81, стр.73].

В современной экономической литературе нередко встречаются излишне расширенные определения еврооблигаций. Например, следующее: еврооблигации - облигации, номинированные в валюте, отличающейся от валюты страны, в которой они продаются [68, стр.774]. Следуя логики этого определения необходимо и облигации внутреннего валютного займа России (ОВВЗ), номинированные в долларах США, признать еврооблигациями.

В дальнейшем по тексту под термином еврооблигация будет подразумеваться облигация, удовлетворяющая критериям евробумаг, согласно указанной выше Директиве Комиссии европейских сообществ от 17.03.1989 №89/298/ЕЕС.

Ниже приведена еще пара определений, часто встречающихся в экономической литературе.

Еврооблигация - это облигация, размещаемая вне страны заемщика и, как правило, вне страны, в валюте которой указан ее номинал [75, стр. 973].

Еврооблигации - долговые обязательства, выпускаемые заемщиком при получении долгосрочного займа на еврорынке; разновидность ценных бумаг [58, стр.166].

Еврооблигации размещаются одновременно на рынках нескольких стран (в отличие от, например, иностранных облигаций (foreign bonds), выпускаемых нерезидентами на внутреннем рынке какого-либо одного государства) и, как правило, представляют собой ценные бумаги на предъявителя (bearer bonds), хотя есть выпуски и именных бумаг. Существенная их часть эмитируется без предоставления обеспечения. Какие бы то ни было ограничения на использование кредитных ресурсов, как правило, не налагаются. Принципиальным является то, что доходы выплачиваются владельцам облигаций без удержания налога у источника выплаты в стране эмитента.

Исторически рынок евробумаг возник в 50-60-е гг., а в своем современном виде сложился к началу 70-х гг. Основной причиной появления и быстрого развития данного рынка послужило ускорение интернационализации экономической жизни. Кроме того, в условиях резкого увеличения неустойчивости основных рыночных параметров (процентные ставки, обменные курсы и котировки ценных бумаг) на первый план стали выходить задачи хеджирования рисков и диверсификации источников финансирования. Поэтому международные компании, действующие в самых разных отраслях экономики и различных странах, проявляли все большую заинтересованность в расширении спектра своих операций на мировых финансовых рынках.

Другим мощным стимулом развития рынка еврооблигационных займов стал ряд введенных США ограничений на привлечение иностранными заемщиками средств на национальном рынке капиталов (1963г.), а также в связи с войной во Вьетнаме - на вывоз капитала из страны (1965г.), ввод прямых ограничений на инвестиции за пределами США (1968г.), а также ввод уравнительного налога на процентные доходы (Interest Equalization Tax; 1963г.) в размере 15% к цене приобретения облигаций Yankee (облигации, эмитируемые нерезидентами на внутреннем рынке США) для ограничения покупок резидентами США ценных бумаг иностранных эмитентов.