Пахомов, Сергей Борисович. Совершенствование системы управления долгом субъекта Российской Федерации в условиях финансовой глобализации и интеграции : диссертация ... доктора экономических наук : 08.00.10 / Пахомов Сергей Борисович; [Место защиты: Гос. ун-т упр.].- Москва, 2010.- 480 с.: ил. РГБ ОД, 71 11-8/84

**Содержание к диссертации**

Введение

**ГЛАВА 1. Методологические и теоретические аспекты формирования института долговых отношений 17**

1.1.Исследование эволюции методологии и теории долговых отношений и ссудного процента, институциональных аспектов финансовой системы 17

1.2. Экономическое содержание, состав и инструменты долга государства и его субъектов в современных экономических теориях 26

1.3.Теоретические основы организации управления долгом государства и его субъектов 38

**ГЛАВА 2. Анализ международной практики управления государственным, региональным и муниципальным долгом 46**

2.1. Анализ развития международного рынка еврооблигаций 46

2.2. Институциональные проблемы выхода российских эмитентов на международный рынок еврооблигаций 60

2.3. Анализ становления и развития глобального рынка «исламских облигаций»: технологии, проблемы и перспективы развития 72

2.4. Международная практика государственного регулирования и управления региональным и муниципальным долгом. Уроки кризиса 87

2.5. Обеспечение займов доходами бюджета территориального образования (на примере города Нью-Йорка) и анализ применимости

этой технологии в РФ 104

**ГЛАВА 3. Российские особенности формирования долга государства и его субъектов 115**

3.1. Виды, структура и этапы формирования государственного долга в России 115

3.2. Функции государства по регулированию рынка долговых ценных бумаг. Особенности государственно-частного партнерства в сфере долговых отношений в условиях инновационного характера развития экономики России 129

3.3. Анализ факторов успеха займов субъектов РФ в 1997—2009 годах 146

**ГЛАВА 4. Методические и практические аспекты управления государственным долгом субъекта РФ (на примере города Москвы) 160**

4.1. Концептуальные и методические основы формирования и совершенствования системы управления долгом субъекта РФ 160

4.2. Практические рекомендации по формированию организационного механизма информационного обеспечения системы управления долгом субъекта РФ 178

4.3. Методика формирования «эталонного портфеля» долга субъекта РФ 189

4.4.Управление рисками и антикризисные мероприятия в системе управления долгом субъекта РФ 200

4.5. Методические рекомендации по применению производных финансовых инструментов в управлении долгом субъекта РФ 223

4.6. Методика определения экономического эффекта

реструктуризации долговых обязательств субъекта РФ 235

**ГЛАВА 5. Институциональные преобразования рынка долговых ценных бумаг в РФ 246**

5.1. Методические основы выпуска в России еврооблигаций в рублях в условиях полной конвертируемости рубля 246

5.2. Институциональная модель интеграции муниципальных эмитентов долговых ценных бумаг в России и методические аспекты

формирования федерального Агентства муниципального финансирования для обеспечения инновационного характера развития экономики России 263

5.3. Основные направления формирования международного финансового центра в России 274

Выводы и предложения 289

Список использованной литературы

**Введение к работе**

Актуальность диссертационного исследования. Федеративное устройство России, определяющее автономию субъектов РФ, в том числе в области бюджетной, финансовой, фискальной и долговой политики, накладывает на региональные власти особую ответственность за финансовую стабильность на подведомственной территории. При этом отсутствие гарантий федерального правительства в отношении долгов субъектов РФ определяет необходимость разработки форм и механизмов эффективного управления этими долгами. К настоящему времени в странах Западной Европы, США, ряде регионов России, в том числе в Москве, сложилась достаточно эффективная система управления государственным и муниципальным долгом. Этот опыт востребован регионами России. Периодически возникавшие в XX веке долговые кризисы, наносившие значительный ущерб глобальной экономике, поставили на повестку дня проблему совершенствования механизмов и технологий управления государственным долгом. Накоплен значительный опыт успешного решения долговых проблем и использования широкого спектра современных рыночных инструментов, позволяющих эффективно управлять долговым портфелем и получать значительную экономию бюджетных расходов. Эти структуры успешно берут на себя роль квалифицированных посредников между местными правительствами и рынками капитала.

Важнейшей задачей нынешнего периода развития РФ является разработка и совершенствование механизмов управления долгом регионов и муниципалитетов России. Рынок долговых обязательств динамично развивается, его объем растет, формы долговых отношений усложняются, его участниками становится все большее количество субъектов Федерации и муниципальных образований России. Актуальность настоящего диссертационного исследования состоит в необходимости исследования форм, методов, механизмов, инструментов и выработки инновационного подхода в антикризисной долговой политике российских регионов, привлечении внебюджетных средств для ресурсного обеспечения их социально-экономического развития с учетом опыта финансовых кризисов 1998 и 2008-09 годов в условиях реконструкции бюджетного процесса, сохранения финансовой стабильности российских региональных бюджетов, кредитоспособности субъектов РФ и потенциала регионов к самостоятельному успешному социально-экономическому развитию, обеспечения экономической безопасности и политической цельности России. Адаптация успешного зарубежного опыта для современной России в части внедрения управленческих форм и механизмов, рыночных инструментов важна для обеспечения устойчивости и безопасности системы управления долгом региона, как в условиях мировых кризисов, так и в период стабильного развития, является важнейшим фактором успешного решения этой задачи. Развитие теории, разработка методических и практических рекомендаций по достижению финансовой самостоятельности и самодостаточности органов исполнительной власти всех уровней для эффективного выполнения ими функций государственного управления на подведомственной территории является актуальной задачей. Это обеспечит сбалансированное и устойчивое социально-экономическое развитие регионов, инвестиционное воспитание населения России, эффективное расходование бюджетных средств, успешную интеграцию России в мировые финансовые рынки капиталов.

Цель и задачи исследования. Цель диссертационного исследования состоит в разработке теоретических положений, совокупности методик и практических рекомендаций по формированию и совершенствованию системы управления долгом субъекта РФ для обеспечения инновационного характера развития экономики России.

Цель работы определила круг взаимосвязанных задач, решение которых составило ее теоретическое, методическое и практическое содержание. К ним относятся:

изучение этапов эволюции теории о долге, ссудном проценте, долговых отношениях, их институциональных формах, механизмах и методах, обобщение теоретических подходов и их развитие с учетом современных теоретических представлений и практики;

анализ роли и влияния религиозных норм как фактора формирования института долговых отношений в ретроспективе и современных условиях;

обоснование роли долга государства и его субъектов в современной финансовой системе и обобщение опыта, форм, методов, инструментов, применяемых в международной практике управления государственным и муниципальным долгом;

выявление роли и особенностей государственного регулирования заемной деятельности субъектов РФ в ретроспективе и на современном этапе экономического развития;

исследование экономической сущности системы управления долгом субъекта РФ как совокупности механизмов, организационных форм, инструментов, обеспечивающих привлечение заемных и кредитных ресурсов в экономику региона;

разработка методических и практических рекомендаций по формированию и совершенствованию системы управления долгом субъекта РФ как совокупности нормативного и экономического механизмов, организационной, функциональной и информационной структур;

выявление системы классификационных признаков для систематизации международных и российских факторов формирования долга субъекта РФ, его структуры и его этапов, успешного заимствования;

выявление перспективных для России рыночных инструментов долгового финансирования в условиях финансовой глобализации и интеграции финансовых рынков;

разработка методик повышения надежности долговых ценных бумаг, оптимизации структуры долгового портфеля, оценки экономической эффективности реструктуризации долговых обязательств субъекта РФ;

формирование системы антикризисных мероприятий для обеспечения финансовой стабильности и инвестиционной привлекательности эмитента долговых ценных бумаг – субъекта РФ;

обобщение международного опыта формирования и функционирования финансовых институтов по управлению муниципальным долгом и на этой основе разработка проекта формирования в России федерального долгового агентства муниципальных образований в целях повышения конкурентоспособности и инвестиционной привлекательности муниципальных образований и их социально-экономических комплексов;

разработка основных положений формирования в России международного финансового центра в условиях глобализации рынков капитала.

Сформулированные цель и задачи диссертационной работы определили границы исследования.

Объектом исследования является система механизмов, технологий, рыночных инструментов в сфере долговых финансов региона, обеспечивающих финансовую стабильность, инвестиционную привлекательность и решение задач стабильного социально-экономического развития региона.

Предметом исследования является деятельность органов исполнительной власти субъекта РФ по организации заемного финансирования, управленческие структуры, механизмы и технологии, обеспечивающие формирование, функционирование и развитие системы управления долгом субъекта и муниципальных образований РФ и как составной части системы управления финансами региона в условиях глобализации рынков капиталов.

.

Методологической и теоретической основой исследования стали труды зарубежных и российских ученых и специалистов, теологические концепции разных исторических периодов в области финансов, в том числе долговых, в области экономической теории, региональной экономики, государственного управления собственностью и государственного регулирования экономикой, формирования и совершенствования институциональных форм, механизмов и технологий в сфере долговых отношений. При проведении теоретического анализа государственных и региональных заимствований были использованы научные разработки и положения, сформулированные сотрудниками Института экономики РАН, Института системного анализа РАН, аналитические материалы Счетной палаты РФ и Счетной палаты Москвы, разработки и материалы Международного валютного фонда, Мирового Банка.

Обоснованность и достоверность. Информационной базой исследования стали официальные документы: указы, распоряжения, решения, постановления законодательных и исполнительных органов власти Российской Федерации, г. Москвы, Федеральной службы по финансовым рынкам, Минфина и Госкомстата России; материалы, опубликованные в научных монографиях и периодической печати, представленные на конференциях и совещаниях; материалы Международного валютного фонда, Мирового Банка, ряда институтов РАН, маркетинговые исследования рейтинговых агентств, другие источники в финансовой и инвестиционной сфере, в области управления собственностью, отчеты и данные о функционировании системы управления долгом города Москвы, государственных и муниципальных заимствованиях других регионов России, материалы европейских и американских специализированных финансовых структур по управлению государственным и муниципальным долгом, результаты исследований и расчетов автора.

Степень разработанности проблемы. При проведении исследования диссертант опирался на фундаментальные труды по экономической теории, экономике, в области государственных финансов, бюджетного процесса, экономического анализа, управления собственностью, региональной экономике.

С учетом последствий рыночной трансформации социума и экономики страны, накопленного международного и российского опыта, перспектив развития России многоаспектность управления долгом страны и ее территориальных образований требует комплексного системного подхода в развитии теории. Общие вопросы возникновения и развития долговых отношений получили свое отражение в работах экономистов различных направлений: классической школы - А.Смита и Д.Рикардо; авторов теории процента и кредита, как капитала приносящего проценты – К.Маркса и Ф.Энгельса; представителя неоклассической экономической теории двадцатого века, автора теории платы в форме процента за использование капитала – А.Маршалла.

В финансовой науке девятнадцатого века проведение операций с долговыми обязательствами государства считалось предметом практического управления госзадолженностью. К началу двадцатого века были изучены причины возникновения, структура госдолга, результаты его воздействия на экономику страны. Масгрейв выделил функции государства в области обеспечения и распределения ресурсов, условия оптимума этого распределения сформулированы в работах Лернера, Бергсона и Хикса.

Классик экономической теории Кейнс рассматривал влияние государственного долга на экономический рост. Проблемы управления государственным долгом, формирования институтов и направления использования заемных средств были изложены в том числе в работах Э.Аткинса, В.Барда, Д.Головачева , М.Джонка, В.Ивантера , М.Климовича, В.Лексина, В.Леонтьева, Д.Львова, Стиглица Дж.Э. и др. Проблемам долговой политики посвящены работы А.Вавилова, В. Дмитриева, Д.Зуева, А.Игудина, В. Кабашкина, Б.Хейфеца. Вопросы внешней задолженности России изложены в работе В.Дмитриева, проблемы функционирования денежно-кредитной системы представлены в публикациях О.Роговой. Теоретические и прикладные аспекты формирования институциональной экономики и методологии институционального анализа, интернационализации различных сторон экономической жизни в условиях глобализации изложены в трудах Р.Гринберга, А.Некипелова, А.Гранберга, С.Глазьева, Г.Клейнера, О.Иншакова, С.Сильверстова, Д.Сорокина, и других ученых РАН.

Актуальные вопросы теории бюджета и бюджетного процесса, его формирования и исполнения на федеральном и региональном уровне, реформирования межбюджетных отношений, управления региональными и муниципальными финансами в современных условиях изложены в работах А.Архипова, Б.Губина, В.Сенчагова и других.

Международный опыт формирования финансовых институтов по управлению госзадолженностью в условиях финансовой глобализации и интеграции требуют теоретического осмысления и адаптации к российским реалиям. Эта тема требует комплексного подхода. Не получил обобщения опыт регионов России по управлению долговым портфелем в условиях стабильного развития и кризисных потрясений. В теории и практике отсутствуют разработки по системным антикризисным мероприятиям, управлению рисками, оптимизации долгового портфеля региона. Теория управления региональными финансами не получила развития в части интеграции финансовых активов муниципалитетов для привлечения заемных средств инвестиционной направленности. Теоретические разработки по формированию в России международного финансового центра находятся в начальной стадии. Требует осмысления международный опыт и необходима его адаптация к быстро меняющимся условиям в России.

Проблема совершенствования управления долгом субъекта РФ с учетом перечисленных институциональных факторов и их эффективного использования в достаточной мере не разработана. Обобщение имеющегося российского и международного опыта в области теории региональных финансов, разработка методических и практических рекомендаций по созданию и развитию систем управления долгом территориальных образований Российской Федерации способствуют повышению качества управления государственными финансами и выполнению ими функций по сбалансированному социально-экономическому развитию территорий. Теоретический и практический интерес к данной проблеме, прямая экономическая заинтересованность регионов России в ее успешном решении, делает ее актуальной для исследования. Это определило выбор темы, цель и задачи диссертационного исследования.

Научная новизна диссертационного исследования состоит: в теоретическом обосновании мер по формированию системы управления долгом субъекта РФ; разработке совокупности методик и практических рекомендаций по совершенствованию данной системы в целях инновационного развития экономики России.

Научные результаты, полученные лично автором, выносимые на защиту и содержащие приращение научных знаний:

1. Классифицированы этапы, связанные с долговыми обязательствами и ссудным процентом, с учетом факторов - исторического периода, географии, религиозных воззрений, институциональных форм, распространенности. Обосновано, что формирование и развитие долговых отношений является значимым фактором совершенствования финансовых институтов и динамичного экономического развития стран и их регионов.

2. Обоснована роль долга государства и его субъектов в современной финансовой системе с позиций опыта, форм, методов, инструментов, применяемых в международной практике управления государственным и муниципальным долгом, на основе чего разработана классификация долгового финансирования по формам, источнику возникновения, видам, валюте долговых обязательств; целям использования заемных средств; структуре эмитентов и заимодавцев; месту и характеру размещения долговых ценных бумаг, их структуре - по стоимости, способам эмиссии, условиям погашения, типу долговых ценных бумаг и их обеспечения.

3. Выявлены перспективы применения в России рыночных инструментов долгового финансирования и обоснована методика сравнительного анализа нормативных особенностей их выпуска по признакам: эмитенту, доходности активов, обеспеченности и доходности долговых обязательств, периодичности платежей, рискам и гарантиям для использования субъектами РФ в нормативной практике.

4. Разработана классификация системы управления долгом государственных субъектов по уровню государственного управления, финансовой кооперации, законодательным полномочиям, системе гарантий по обязательствам, на основании чего обоснованы методические и практические рекомендации по применению в России эффективного зарубежного опыта в сфере долговых отношений.

5. Обобщен международный опыт и разработаны рекомендации повышения надежности долговых ценных бумаг субъекта РФ на основе обеспеченности тарифными, налоговыми или иными доходными потоками бюджетов и сформулированы предложения по реализации данных рекомендаций субъектами РФ в управлении долговыми обязательствами.

6. Разработаны методики создания, внедрения, функционирования и совершенствования системы управления долгом субъекта РФ; даны практические рекомендации по интеграции политики управления долгом субъекта РФ с бюджетной политикой, политикой казначейства, созданию института «единого заемщика», повышению эффективности управления долгом для обеспечения финансовой стабильности, инвестиционной привлекательности субъектов РФ, инновационного развития экономики России.

7. Предложена система мер по управлению рисками эмитента долговых ценных бумаг – субъекта РФ, включающая прогноз стоимости государственного долга, анализ затрат на обслуживание долга, прогноз объема исходящих платежей и платежей к получению, прогноз объемов необходимого рефинансирования, анализ чувствительности государственного долга к внешним и внутренним факторам, вероятность и целесообразность страхования рисков с использованием производных финансовых инструментов, меры по оптимизации структуры долга. Результатом успешного управления рисками становится достоверный прогноз капиталовложений в региональную инвестиционную программу субъекта РФ, безопасная структура долга.

8. Разработаны предложения по управлению стоимостью и структурой долгового портфеля субъекта РФ, разработаны методика оценки экономического эффекта реструктуризации долговых обязательств субъекта РФ и методика формирования оптимальной структуры долгового портфеля на основании критериев доходности облигаций, средней срочности, среднему сроку до погашения для обеспечения финансовой устойчивости и инвестиционной привлекательности субъекта РФ.

9. Предложена система антикризисных мер: откуп долга на внешнем и внутреннем рынке, использование валютных и процентных свопов, изменение процедуры ценообразования, повышение доходности облигаций, создание максимального комфорта участия в аукционах потенциальных инвесторов для обеспечения эффективного управления долгом субъекта РФ в условиях мировых и локальных финансовых кризисов.

10. Обоснованы перспективы, проанализированы возможности, преимущества и недостатки, сформулированы предложения по выпуску еврооблигаций субъектов РФ в рублях при соблюдении действующего законодательства, обеспечивающие возможность финансирования дефицита бюджетов регионов, привлечение нового класса иностранных инвесторов.

11. Разработан проект формирования федерального агентства муниципального финансирования в форме федерального эмиссионно-кредитного государственного агентства с особым статусом, задачами и правом эмиссии облигаций в целях привлечения средств для кредитования муниципальных бюджетных программ на основе кооперации муниципальных бюджетов и государственных гарантий.

12. Разработаны предложения по формированию международного финансового центра в России, включающие разработку государственной программы развития финансовых услуг на международном уровне, реформу в финансовой и налоговой сфере, развитие международной интеграции, обеспечение возврата капитала из оффшорных зон, внедрение западных, исламских и производных рыночных финансовых инструментов.

Апробация результатов исследования. Результаты исследования были использованы в 1997-2009 годы в законодательной деятельности при подготовке материалов и документов Правительства Москвы по привлечению заемных средств в столицу, управлению этим государственным долгом города, использованию заемных средств в городском бюджете, в ходе организационной реформы системы управления долгом города Москвы; в практической деятельности по управлению долгом г. Москвы; в проекте формирования федерального агентства муниципального финансирования; при подготовке проектных и нормативных документов по формированию международного финансового центра в России; в учебном процессе при подготовке студентов по специальности "Менеджмент" в Московском Государственном Университете инженерной экологии, по специальности "Финансы и кредит" в Московском экономическом институте, на квалификационных семинарах для работников органов исполнительной власти, специалистов рынка ценных бумаг, корпоративных и региональных руководителей финансовой и инвестиционной сферы.

Результаты исследования докладывались в период с 1997-2009 годы на более чем 100 конференциях, научных и практических совещаниях, круглых столах в России, США, странах Евросоюза по проблемам управления долгами, собственностью, инвестициями, финансами региона, интеграции России в мировые рынки капитала, преодолению последствий кризисов. Это регулярные ежегодные конференции и форумы: в том числе, международный форум инвесторов, заемщиков (Лондон, октябрь 1998 г., февраль 2002 г., июнь 2003 г.); Мировой форум кредиторов (Лондон, июнь 1999 г.); международные конференции по проблемам формирующихся и развивающихся рынков (Нью-Йорк, октябрь 1999 г., Женева, апрель 2005 г., Крыница, сентябрь 2001 г.); Европейские конференции по региональным и муниципальным заимствованиям, финансированию местных и региональных органов самоуправления, муниципальным инвестициям, проектному финансированию и управлению долгом (Берлин, март 2000 г., Вена, январь 2001 г., Франкфурт - Будапешт – Прага, июнь 2000 г., Женева, апрель 2000 г., Женева, декабрь 2001 г., ноябрь 2003 г., Амстердам – Барселона март 2003 г., Рим, июль 2003 г., Париж, сентябрь 2003 г., Неаполь, апрель 2004 г., Вена, март 2005 г., Никосия, январь 2009 г.); Форум эмитентов и инвесторов Центральной и Восточной Европы (Вена, Франкфурт, январь 2001 г.); Европейские банковские конгрессы (Франкфурт, ноябрь 2000 г., ноябрь 2001 г., ноябрь 2002 г., ноябрь 2003 г., ноябрь 2004 г., ноябрь 2005 г., ноябрь 2009 г.); Межрегиональные конференции по управлению долговыми обязательствами (Женева, декабрь 2001 г.), конференции «Россия ценные бумаги с фиксированным доходом» (Лондон, июль 2002 г., май 2006 г., Вена – Цюрих, январь 2004 г., Париж, апрель 2005 г.), ежегодные конференции по проблемам инвестиций в России и СНГ (Лондон, июль 2003 г., июль 2004 г., апрель 2005 г., апрель 2006 г., Нижний Новгород, сентябрь 2006 г., Никосия, январь 2009 г.); ежегодные конференции по проблемам рынков капитала Центральной и Восточной Европы (Вена – Франкфурт, январь 2001 г., Вена, январь 2005 г., Зальцбург – Вена, январь 2006 г.); ежегодные конференции «Регионы и города России: организация финансирования инвестиционных программ» (Москва, май 2000 г., май 2001 г., май 2002 г., май 2003 г., май 2004 г., май 2005 г., май 2006 г., май 2007 г., май 2008 г., май 2009 г.); конференция «День российских регионов в Люксембурге» (Люксембург, май 2009 г.); конференция «Создание Международного финансового центра (МФЦ) в Москве» (Москва, июнь 2009 г.); конференция «Финансовые инструменты и инвестиции в период кризиса. Опыт России и Европы» (Москва, сентябрь 2009 г.); конференция «Дни экономики Москвы в Баварии» (Мюнхен, октябрь 2009 г.); XII Международный инвестиционный форум «Москва-Инвест 2009» (Шанхай, октябрь 2009 г.).

По теме диссертации опубликовано 59 работ общим авторским объемом 136,25 п.л. Работа состоит из введения, пяти глав, заключения, списка использованной литературы, приложений - таблиц, рисунков, графиков.

## Экономическое содержание, состав и инструменты долга государства и его субъектов в современных экономических теориях

В ходе исследования были изучены и обобщены религиозные идеи и научные теории западных мыслителей о формировании и развитии института долговых отношений, с 4 века до н.э. вплоть до настоящего времени. В ходе исследования выявлены этапы эволюции, классифицированы инструменты долгового рынка, обоснованы тенденции совершенствования рынка долговых ценных бумаг России в условиях глобализации финансовых рынков.

Тысячелетия эволюции долговых отношений определили институциональный характер их современного состояния и перспективу развития. Средневековый религиозный запрет на ссуду денег под проценты, установленный как христианством, так и исламом, стал институциональным фактором. В отличие от христианства, в исламе этот запрет соблюдается и сегодня, накладывая значительное своеобразие на финансовую систему и рынок ценных бумаг исламских стран, формируя принципиально отличный от западного мира подход к долговому финансированию.

Анализ позволил выделить две группы финансовых инструментов на современном глобальном рынке долговых капиталов: западные (формируемые по англо-американскому и немецкому праву) и исламские (на основе нормативной практики шариата - исламского законодательства с использованием элементов английского права при международных сделках). Выход России на глобальные рынки капиталов определяет актуальность не только теоретического изучения вышеуказанных финансовых инструментов, но как минимум учета их особенностей при привлечении заемных средств российскими эмитентами с мировых рынков капитала. Поступательное развитие цивилизации привело человеческое сообщество к идее и практике долговых отношений. Формализация этих отношений по имеющимся археологическим и документальным данным была уже в Шумерском царстве, ростовщичество развивалось и регламентировалось.

Впервые нравственная оценка этой коммерческой деятельности была дана в Моисеевом законодательстве, были также заложены основы ее религиозной регламентации: запрещалось брать проценты за долг у своих единоверцев, так как концепция их объединения в национальную общность основана на семейно-родовых отношениях. Разрешалось давать в долг под проценты только в коммерческих целях и на следующих условиях: заемщик и заимодатель заранее договаривались о направлении использования денег и о том, что риск и прибыль делятся пополам, т.е. своего рода заключался инвестиционный контракт.

Первая в истории человечества основополагающая доктрина долговой деятельности, возникшая в Древней Греции, обосновывала бесплодность денег, их функциональность исключительно в качестве средства обмена, этическую неприемлемость свойства денег порождать новые деньги в результате долговых отношений. (Аристотель, Древняя Греция, 4 в. до н.э.). Эти идеи Аристотеля имели влияние на умы еще не одно тысячелетие.

На развитие экономической мысли, практику долговых отношений, эволюцию института долговых отношений в странах, как Запада, так и Востока оказали определяющее влияние религиозные нормы и религиозные запреты, вне зависимости от той степени, в которой они соблюдались. В средневековой Европе религиозные запреты на ростовщическую деятельность привели к попыткам их обхода и, в итоге, к так называемой «финансовой революции» и возникновению современного западного института долговых отношений и долгового рынка. Жесткую позицию имела в средние века и католическая церковь в отношении ростовщической деятельности - было запрещено открытое взимание процентов. Вместе с тем, торговля и банковское дело развивались в значительной мере под покровительством и при участии христианской церкви. Эта доктрина отражала хозяйственную жизнь того времени и признавала только две отрасли производства: сельское хозяйство и обработку даров природы (ремесленный труд в рамках замкнутого домашнего хозяйства). Такой подход близок взглядам мыслителей античности. Взимание же ссудного процента как противное религиозным канонам действие было запрещено и духовенству, и мирянам. За нарушение запрета духовенству каноническое законодательство угрожает лишением сана, а мирянам -отлучением от церкви.

Общественная эволюция привела к необходимости признания легитимности долговых отношений между всеми участниками экономического оборота, и уже в средневековой Европе было изобретено достаточно много способов обхода церковных запретов. Пионерами в этом были итальянские купцы в XII-XIII веках. Христианская доктрина позднего средневековья значительно модифицировалась и пришла в результате многовековой эволюции в соответствие с экономической реальностью [98]. Авторство новой канонической доктрины, частично легитимирующей долговую деятельность, принадлежит ведущему теологу европейского Средневековья Фоме Аквинскому (13 в. Италия). Он обосновал компромиссный способ признания законности вознаграждения за предоставление ссуды, так называемую компенсацию понесенного убытка [263].

Развитие производства и товарно-денежных отношений определили более активное развитие теорий о пользе денег в деловом обороте и о кредитовании как форме делового предприятия и части денежной системы, влияющей на капиталистический механизм. Отклонение ставки ссудного процента от нуля стало рассматриваться как законная цена кредитных денег (канонические теоретики Флоренции (15в), Франции (16-17вв.)).

Творческое преодоление канонической доктрины привело к выводу, что кредит стимулирует торговлю, обогащение купеческого сословия, превращается в торговый капитал, развивает инвестиционный процесс, что приносит пользу и людям, и государству в результате формирования торгового и инвестиционного капитала (меркантилисты, Томас Манн и др. (16-17 вв.) Англия). Эта логика легла в основу теории ренты, по которой ссудный процент - это особый вид ренты, но не от владения землей, а от владения капиталом (Барбон 17 в., Англия). Его уровень не может быть выше размера ренты с земли, приобретенной на ссуженные деньги, а ссудный процент является платой кредитору за неудобство в связи со ссудой денег, более того, весь излишек капитала в стране должен регулярно отдаваться в ссуду (Уильям Пети 17 в., Англия). Это же мнение отразил Дадли Норт (17 в. Англия), который развил теорию рыночного регулирования процентной ставки на капитал. По его мнению, аренда земли равна, по сути, аренде капитала, и ставки на эти виды ренты должны быть равны между собой и определяются ставкой залога земли под ссуду капитала. Он обосновал, что рост процентной ставки ведет к росту предложения капитала на ссудном рынке и полезен экономике, а государственное регулирование процентной ставки должно соответствовать рыночному уровню, так как отсутствие коммерческого кредита приведет к свертыванию торговли и разорению купцов.

Эволюция теории ссудного процента привела к обоснованию зависимости уровня спроса на ссуды, наличия ссудного капитала от уровня развития торговли, нормы прибыли в торговле. При этом развитие банковского кредита и бумажного обращения привело к вытеснению из платежного оборота драгметаллов (Дэвид Юм, 18 в., Шотландия). Эта же тенденция отражена в теории скорости обращения денег, повышения роли банков, их зависимости от уровня ссудного процента, банковского кредита, доверия вкладчиков. Обосновывается опасность чрезмерной эмиссии банкнот и необходимость рыночного регулирования процента, обобщаются факторы уровня процентной ставки, в том числе степень риска в управлении капиталом, разница в ставках по государственным ценным бумагам, земле и кредиту (Ричард Кантильон, 18 в., Ирландия). Вместе с тем школа физиократов в лице Франсуа Кенэ, (18 в., Франция) продолжает развивать идею экономической бесплодности издержек в связи со ссудой денег, так как ссудный процент

## Анализ становления и развития глобального рынка «исламских облигаций»: технологии, проблемы и перспективы развития

Кроме того в 1656 году близкий к царю Алексею Михайловичу Ф.М. Ртищев при возникшей в государственной казне потребности в серебряной монете для выплаты жалования войскам подал идею выпустить в обращение медную монету с принудительно установленным царским указом курсом, который приравнивал ее к серебряной. Фактически это было видом принудительного беспроцентного и безвозвратного государственного займа.

Второй период. Преобразования Петра Великого создали в России, наряду с другими формами западной жизни, предпосылки к началам банковского дела и кредита. Однако его негативное отношение к займам, несмотря на многолетнюю Северную войну и масштабные государственные преобразования, стало причиной резкого увеличения подати и роста сбора государственных доходов. Опыт финансирования государственных военных расходов с помощью государственных займов, которым в изобилии обладали голландские и английские банкирские дома, остался невостребованным Петром.

Наращивание фискального давления с одновременным сокращением «тяглового» трудоспособного населения из-за постоянных рекрутских наборов в армию и на строительство флота и Петербурга вызывали введение все новых дополнительных денежных сборов, что фактически представляло собой безвозвратный и беспроцентный кредит государству со стороны населения. Государственные бюджеты в период царствования Петра постоянно сводились с нарастающим дефицитом, источником финансирования которого было введение все новых податей, платежей, сборов и монополий.

По оценке выдающегося русского историка В.О. Ключевского «упадок переутомленных платежных и нравственных сил народа стоил крупного займа» [79].

Структура долговых инструментов времен Екатерины II уже отличалась вполне отработанной технологией, практически ничем не уступавшей современным технологиям заимствований. Например, первый в истории России внешний заем по структуре представлял собой фактически секьюритизацию будущих таможенных платежей. В 1769 г. для содержания русской средиземноморской эскадры, отправленной в длительный боевой поход для войны с Турцией, в Голландии был размещен заем в 7,5 млн. гульденов. Заем был заключен через голландский банкирский дом Де-Смет, взявший на себя обязательство по его размещению в Европе. Он был рассчитан на 10 лет из 5% годовых и содержал опцион досрочного погашения через 5 лет по выбору российского правительства. Заем обеспечивался залогом платежей от сбора государственных пошлин на экспортно-импортную торговлю нескольких российских прибалтийских портовых городов. Механизм размещения займа носит черты современной фидуциарной структуры и послужил образцом для всех последующих российских государственных займов за рубежом в XVIII в. и в первой половине XIX в. Правительство России выдало голландским банкирам свои облигации номиналом в 500 тыс. гульденов каждая. Банкиры уже от своего имени выпустили в обращение облигации более мелкого достоинства номиналом в 1 тыс. гульденов каждая, с купонами для получения ежегодных процентов, которые приобретались кредитными учреждениями и банкирскими домами Голландии и других стран Европы. За свои посреднические услуги голландские банкиры получили очень даже неплохую по современным меркам комиссию в 6,5% от суммы займа. В схеме займа присутствуют основные элементы структурного финансирования, которые активно применяются и сейчас, особенно на рынке внешних займов. Из-за русско-турецкой войны размещение займа шло достаточно медленно, в течение года удалось получить только 4 млн. гульденов. Военные победы России резко подняли доверие к ней среди иностранных кредиторов, и в 1773—1774 гг. было размещено еще несколько аналогичных займов.

В 1769 г. стала складываться и российская система управления долгом. Для управления внешними займами в Петербурге был создан особый «Комитет уполномоченных для произведения денежных негоциации в иностранных землях». Позднее он был переименован в «Комитет по погашению иностранных долгов». В 1779 г. придворный банкир Екатерины II барон Фридерикс предложил первую в российской истории операцию по управлению внешним государственным долгом путем его обмена на более дешевые облигации с более длительным сроком погашения. Большая часть облигаций голландского долга (8 млн. гульденов) с купоном в 5% была конвертирована в облигации с купоном в 4% с отсрочкой погашения в 10 лет. Таким образом, усиление внешнеполитических позиций России было успешно использовано для облегчения долгового бремени [25].

Ссуды крестьянству в средние века в Московской Руси привели к созданию экономической основы крепостничества в России. Без нарастания новых долговых проблем не обошлось и такое эпохальное событие в истории России как отмена крепостного права в 1861 году. Одним из основных побудительных мотивов к этой реформе послужил тот факт, что к этому времени практически все помещичьи имения оказались в результате неэффективного хозяйствования обременены непосильными долгами и фактически находились в залоге у государства без реальной перспективы для их номинальных владельцев рассчитаться по долгам. К 1859 году в залоге у государства находилось 44 тыс. имений с более чем 7 миллионами крепостных душ, что составляло более двух третей всех имений в стране и более двух третей крепостных. Общий долг помещиков государству превысил 450 миллионов рублей.

## Функции государства по регулированию рынка долговых ценных бумаг. Особенности государственно-частного партнерства в сфере долговых отношений в условиях инновационного характера развития экономики России

В России имеются предпосылки формирования подобного МФЦ. Разразившийся в середине 2008 года мировой финансовый кризис выявил актуальность формирования такого финансового института именно в России, связывающей Европу и Азию, исторически поддерживающей торговые транзитные пути. Как свидетельствует исследование фирмы МакКинзи [331], несмотря на впечатляющие темпы роста за период 1990 - 2006 годы, финансовые активы России достигли в 2006 году 1,6 трлн. долларов - менее 1% мировых финансовых активов, стоимость которых оценена в 167 трлн. долларов. Для сравнения - в том же году финансовые активы Китая оценивались в 8.1, еврозоны - 37.6, США - 56.1 трлн. долларов. Указанное обстоятельство демонстрирует с одной стороны необходимость, с другой — перспективы развития в России развития финансового рынка и его сегментов, ставит задачу расширения спектра рыночных финансовых инструментов.

С семидесятых годов двадцатого века в финансовом мире одним самых динамичных сегментов являются исламские финансы. В России велика доля населения, исповедующего ислам. Создаются некие исламские финансовые институты, банки и т.д. Вместе с тем, на Ближнем Востоке обращается огромный- массив капитала, который также работает по канонам исламского права. Международная интеграция актуализирует участие России в качестве финансового партнера в развитии рынка исламских финансовых инструментов с целью привлечения в российскую экономику средств ближневосточных инвесторов.

В начале двадцать первого века, пройдя через политические катаклизмы двадцатого века, Россия начинает новейшую историю интеграции с мировым сообществом. Имеется политическая воля, необходимо развитие системы государственного регулирования и адекватного международным стандартам законодательства в финансовой и налоговой сфере с учетом человеческого

Под финансовыми активами понимаются совокупные объемы банковских депозитов, государственных долговых обязательств, долговых обязательства частных компаний и рыночная стоимость акций фактора.

Политическая воля выражена в выступлениях Президента и Премьер-министра страны. В выступлении В.В. Путина перед утверждением его Председателем Правительства РФ отмечено, что необходимо предпринять ряд мер по развитию национального финансового рынка. В частности: оптимизировать существующую инфраструктуру и систему государственного регулирования финансового рынка; усовершенствовать законодательство в финансовой сфере, в том числе формирование норм права, регулирующих сделки с производными финансовыми инструментами; создать в стране массовый класс инвесторов, обеспечив им возможность приумножать свои накопления. Для этого необходимо стимулировать появление крупных публичных компаний, размещающих свои акции на внутреннем рынке; сформировать комфортный налоговый режим на рынке ценных бумаг.

Российская национальная система государственного регулирования финансовой сферы в настоящее время далека от лучшей международной практики: избыточно сегментировано, каждый регулятор неоправданно жестко отстаивает свою сферу интересов, зачастую не принимая во внимание интересов других участников финансовых отношений, не попадающих в сферу его компетенции. В результате кризиса стали очевидны следующие необходимые требования к системе регулирования финансовых рынков: - всеобщность и сбалансированность государственного регулирования во избежание перетекания капитала из гипертрофированных в недорегулированные сферы; - мониторинг законодательных изменений на Западе в сфере финансов; - разработка и введение единых требований и стандартов во всей финансовой системе, не допускающие формирование очередного «мыльного пузыря». - изменение в подходах к секъюритизации активов, а именно: повышение ответственности эмитента за секьютеризируемые активы для минимизации рисков для всей мировой финансовой системы; 281 - установление минимально достаточного уровня капитала для финансовых институтов, необходимость максимальной прозрачности регулирования; - формирование понятных для рядового инвестора финансовых инструментов; - подготовка курентоспособных по международным эти инвесторы.

Для профессиональных участников рынка более важным по сравнению с абсолютным значением налоговой ставки является предсказуемость и последовательность действий налоговых органов, однозначное толкование налогового законодательства налоговыми органами и профессиональными участниками фондового рынка.

Таким образом, исследование позволило сформулировать необходимые направления государственных действий для решения задачи создания финансового центра международного уровня в Москве. Это: - стандартам специалистов; - установление льготной ставки налогообложения дохода для частных инвесторов на фондовом рынке в качестве компенсации за тот риск, который несут разработка комплексной стратегической программы социально экономического развития России в условиях глобализации, формирования новой мировой финансовой архитектуры, преодоления финансового кризиса и посткризисного развития страны; - разработка государственной программы России по развитию рынка финансовых услуг и его сегмента - мировых и региональных финансовых центров; - реформа государственного регулирования в финансовой и налоговой сфере; - развитие международной интеграции России в сферы международной торговли, инфраструктурных, в том числе транспортных проектов для активизации товарных потоков с Дальнего Востока в Западную и Северную Европу, что сформирует спрос на финансовые услуги в России;

## Практические рекомендации по формированию организационного механизма информационного обеспечения системы управления долгом субъекта РФ

На успех системы управления государственным долгом субъекта РФ влияет полнота учета внешних и внутренних факторов, в том числе, таких как федеральное законодательство, монетарная, валютная, налоговая политика государства, международное финансовое положение, наличие и развитость рынка капиталов, инвестиционный потенциал, кредитный рейтинг субъекта РФ, его информационная подготовленность, экономическая обоснованность программы заимствований субъекта Федерации, ее соответствие целям социально-экономического развития региона.

По методическим и практическим рекомендациям автора усовершенствована система управления долгом Москвы - это централизованная, предельно открытая и контролируемая органами власти управленческая структура, играющая значительную роль в обеспечении устойчивого социально-экономического развития столицы. Активное управление долгом осуществляется с целью сглаживания пиков долговых платежей и экономии бюджетных средств, выделяемых для обслуживания и погашения долговых обязательств, при одновременном обеспечении регулярного поступления новых заемных средств для финансирования инвестиционных расходов бюджета текущего финансового года. К числу методов, обеспечивающих решение данной задачи, относятся: корректировка сроков привлечения заемных средств; накопление на бюджетном счете города Москвы средств, необходимых для погашения долговых обязательств; досрочное погашение долговых обязательств; сокращение объема заимствований; использование производных финансовых инструментов; оптимизация стоимости государственного долга.

Предложена система мер по управлению рисками эмитента долговых ценных бумаг - субъекта РФ, включающая прогноз стоимости государственного долга, анализ затрат на обслуживание долга, прогноз объема исходящих платежей и платежей к получению, прогноз объемов необходимого рефинансирования, анализ чувствительности государственного долга к внешним и внутренним факторам, вероятность и целесообразность страхования рисков с использованием производных финансовых инструментов, меры по оптимизации структуры долга. Результатом успешного управления рисками становится достоверный прогноз капиталовложений в региональную инвестиционную программу субъекта РФ, безопасная структура долга. Управление рисками предполагает прогноз стоимости государственного долга, анализ затрат на обслуживание долга, прогноз объема исходящих платежей и платежей к получению, прогноз объемов необходимого рефинансирования, анализ чувствительности государственного долга к внешним и внутренним факторам, определение возможности и целесообразности страхования рисков через использование производных финансовых инструментов, меры по оптимизации государственного долга. Результатом успешного управления рисками становится достоверный прогноз допустимых капиталовложений в региональную инвестиционную программу , правильный прогноз безопасной структуры долга.

Разработаны предложения по управлению стоимостью и структурой долгового портфеля субъекта РФ, разработаны методика оценки экономического эффекта реструктуризации долговых обязательств субъекта РФ и методика формирования оптимальной структуры долгового портфеля на основании критериев доходности облигаций, средней срочности, среднему сроку до погашения для обеспечения финансовой устойчивости и инвестиционной привлекательности субъекта РФ.

Автор обобщил международную и российскую практику управления 295 долгом стран и их регионов, применение методики «идеального эталонного долгового портфеля», адаптировав ее для принятия решений в области долговой политики субъекта РФ. Автор сформулировал рекомендации, которые на протяжении тринадцатилетней практики управления долгом Москвы применялись со значительным положительным экономическим эффектом для бюджета города.

Предложена система антикризисных мер для обеспечения эффективного управления долгом субъекта РФ в условиях мировых и локальных финансовых кризисов: откуп долга на внешнем и внутреннем рынке, обмен краткосрочных долговых облигаций в среднесрочные и долгосрочные, использование валютных и процентных свопов, повышение доходности облигаций, создание максимального комфорта участия в аукционах потенциальных инвесторов путем изменения аукционной процедуры ценообразования.

Обосновано, что готовность России к внедрению производных финансовых инструментов связана с актуальностью интеграции в глобальные рынки капиталов. Для реализации этого необходимо: постепенное сближение российских с международными стандартами в области выпуска и обращения долговых ценных бумаг; повышение уровня раскрытия информации об эмитенте облигаций и увеличение ее объема; внесение поправок в налоговое законодательство, регулирующее налогообложение дохода иностранных инвесторов по операциям с государственными ценными бумагами; дальнейшая интеграция российских биржевых депозитарных и торговых систем в международные платежные, торговые и клиринговые системы.

Сделан вывод о высокой динамике развития международного рынка валютных и процентных свопов, что вызвано двумя основными экономическими факторами: появилась возможность участникам рынка не только преодолевать национальные барьеры и ограничения, но и заимствовать по более низким процентным ставкам, а также одновременно страховать риски, связанные с движением, как валютных курсов, так и процентных ставок. Это обусловлено необходимостью более эффективного управления государственным долгом регионов РФ, критерием чего является доходность при погашении размещаемых займов. С помощью применения методик в области управления долгом Москвы, разработанных автором, была решена важная народно-хозяйственная задача дополнительного привлечения в экономику Москвы финансовых ресурсов через размещение долговых обязательств и привлечение кредитных ресурсов с российских и международных рынков капитала. Объем привлеченных таким образом финансовых ресурсов составил в 1997-2009 годах более 480 млрд. рублей. Применяемые в практике управления долгом Москвы методики антикризисных мероприятий и методики оптимального управления государственным долгом Москвы, разработанные автором, дали за этот период экономический эффект в виде экономии бюджетных расходов на обслуживание и погашение долга в объеме более 6,7 млрд. рублей и в виде дополнительных доходов бюджета в объеме более 7,37 млрд. рублей. Общий положительный финансовый результат от деятельности системы управления долгом г. Москвы составил около 14 млрд. рублей.

Ю.Обоснованы перспективы, проанализированы возможности, преимущества и недостатки, сформулированы предложения по выпуску еврооблигаций субъектов РФ в рублях при соблюдении действующего законодательства, обеспечивающие возможность финансирования дефицита бюджетов регионов, привлечение нового класса иностранных инвесторов. Сделан вывод о теоретическом и практическом значении этой новации для сферы государственных финансов в связи с тем, что: