Чеканов Леонид Витальевич. Облигационные займы как форма привлечения финансовых ресурсов субъектами Российской Федерации : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2001 186 c. РГБ ОД, 61:02-8/398-8

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава I. Теоретические основы и анализ практики привлечения заемных средств 7

1.1. Экономическая наука о необходимости государственного заимствования 7

1.2. Анализ международного опыта по выпуску долговых ценных бумаг государства и его субъектов 26

1.3. Российские особенности привлечения финансовых средств в форме облигационных займов 49

Глава II. Факторы воздействия на эффективность привлечения заемных средств в субъекты РФ 64

2.1. Рейтинг эмитента долговых ценных бумаг как интегральный показатель его инвестиционной привлекательности 64

2.2. Организация первичного и вторичного рынка облигаций субъектов РФ и пути его развития 79

2.3. Государственное регулирование рынка долговых ценных бумаг субъектов РФ 93

Глава III. Методические аспекты активизации привлечения финансовых ресурсов субъектами РФ 104

3.1. Методика оценки кредитоспособности субъекта РФ - эмитента долговых ценных бумаг 104

3.2. Методические указания по повышению эффективности управления облигационными займами 128

3.3. Оценка эффективности методов управления параметрами рынка долговых ценных бумаг (на примере московских облигаций) 136

Заключение 147

Список использованной литературы 153

Приложения 159

**Введение к работе**

На этапе переходной экономики заимствование на рынке капитала становится важным источником средств в регионе для финансирования дефицита бюджета и реализации инвестиционных программ.

Внимание к рассматриваемой проблеме обусловлено усиливающейся ролью и повышением самостоятельности субъектов РФ в процессах реформирования экономики. Об этом говорит, во-первых, происходящее в последние 3-4 года перераспределение доходов между федеральными органами власти и субъектами РФ, во-вторых, перераспределение в пользу регионов функций органов государственной власти и, как следствие, расходов на их выполнение, в-третьих, перераспределение дефицита бюджетов.

По сравнению с банковским кредитованием и, тем более, скрытыми формами покрытия дефицита бюджета, привлечение финансовых ресурсов путем выпуска долговых ценных бумаг является наиболее прогрессивной формой финансирования бюджетного дефицита и инвестиционных программ.

Первые долговые ценные бумаги регионов и муниципальных образований появились на российском финансовом рынке в 1992 г. С этого времени и до настоящего времени активно формировалась законодательная база, позволяющая субъектам и муниципальными образованиям РФ выпускать и размещать внутренние и внешние займы.

За эти годы накопился как позитивный, так и негативный опыт, включая кризисный и посткризисный 1998 год. Перед законодателями и учеными стоят проблемы разрешения имеющихся и предотвращения возможных рисковых ситуаций в области управления заемными средствами субъектов РФ. Указанные вопросы определили актуальность темы исследования для становления экономики региона.

Целью диссертации является совершенствование методов повышения эффективности управления заимствованиями и рынком долговых ценных бумаг субъектов РФ, и в этой связи разработка методики оценки финансового состояния субъектов РФ - эмитентов долговых ценных бумаг, с точки зрения их возможности осуществлять заимствования и возможности размещать долговые ценные бумаги на рынке.

Достижение поставленной цели было обеспечено решением следующих взаимосвязанных задач. К ним относятся: обоснование необходимости и возможности заимствований органами власти субъектов РФ; обобщение международного опыта и определение основных требований к эмиссионной деятельности административно - территориальных образований; анализ состояния рынка ценных бумаг субъектов РФ и выявление проблем его функционирования; разработка методики оценки кредитоспособности субъекта РФ - эмитента долговых ценных бумаг; разработка методических указаний повышения эффективности управления облигационными займами субъекта РФ; разработка методики оценки эффективности управления параметрами рынка долговых ценных бумаг.

Объектом исследования являются облигационные займы субъектов РФ как форма привлечения финансовых ресурсов для покрытия дефицита субфедеральных бюджетов и финансирования социальных и инвестиционных программ и проектов в регионе.

Предметом исследования является совокупность теоретических и практических вопросов, связанных с повышением эффективности привлечения и управления заемными средствами субъектов РФ.

Теоретическую и методическую основу исследования составляют научные положения, содержащиеся в трудах ведущих отечественных и зарубежных ученых и специалистов в области экономической теории управления экономикой и финансами, системного анализа, экономического моделирования, теории финансов, рынка ценных бумаг, инвестиций, социально-экономического развития регионов.

Изучению данных проблем посвящены труды зарубежных экономистов. Среди них Рикардо, Катне, Масгрейв Р., Парето, Бергсон, Хикс, Лернер, а также современных российских экономистов, среди которых следует выделить Головачева Д., Карникова Е., Лексина В., Миркина Я., Тарачева В. Вопрос ресурсного обеспечения инвестиционной составляющей социально-экономического развития региона посвящены труды Богачева Е., Гладского Д., Зяблова Е., Климовича М, Клыкова В., Кривошеина А., Пахомова С, Тумасянц С. Настоящее диссертационное исследование развивает данную проблему в части формирования, внедрения и совершенствования методов управления заимствованиями и рынком долговых ценных бумаг.

Обоснованность и достоверность исследования обеспечивается применением системного анализа и синтеза, балансового, нормативного, экономико-математических и других методов.

Информационной базой исследования стали официальные документы законодательных и исполнительных органов власти РФ, г. Москвы, Госкомстата и Минфина России.

В работе использованы данные специализированных источников об опыте государственных, субфедеральных и муниципальных заимствований, по управлению финансовыми обязательствами; отчеты и данные о функционировании инвестиционно-заемной системы г. Москвы, а также результаты расчетов автора.

Научная новизна диссертационной работы состоит в реализации нового подхода к решению проблем, связанных с привлечением заемных средств субъектами РФ. Конкретные результаты, полученные автором в ходе научного исследования могут быть сведены к следующему: обоснованы необходимость и возможность заимствований органами власти субъектов государства для выполнения ими функций - распределения доходов и ресурсов, обеспечения экономической стабилизации; обобщен международный опыт и выделены основные требования к эмиссионной деятельности административно - территориальных образований; выявлены специфические особенности процесса заимствования субъектами РФ и факторы, снижающие его эффективность; разработана методика оценки кредитоспособности субъекта РФ -эмитента долговых ценных бумаг; сформулированы методические указания по повышению эффективности управления облигационными займами субъекта РФ с учетом выбранной цели; разработана методика оценки эффективности управления параметрами рынка долговых ценных бумаг.

Практическая значимость работы состоит в том, что теоретические исследования, разработанные автором методики повышения эффективности управления облигационными займами и оценки управления параметрами рынка долговых ценных бумаг использованы при осуществлении заимствований в г. Москве как в условиях финансовой стабильности, так и в посткризисный период.

Результаты исследования могут быть использованы при: - формировании финансовых схем заимствования и инвестирования средств субъектов РФ и муниципальных образований; - разработке вариантных прогнозов и планов выпуска облигационных займов субъектов и муниципальных образований РФ; - оценке эффективности управления параметрами рынка долговых ценных бумаг; - определении кредитоспособности эмитентов долговых ценных бумаг. Апробация результатов работы. Основные результаты работы использованы в процессе подготовки нормативных документов правительства Москвы и его структур, в том числе: СГУП «Финансовое агентство г. Москвы».

По теме диссертации опубликовано 3 работы общим объемом 2,1 печатных листа.

Структура и объем работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы, приложений; содержит 169 страниц машинописного текста, 3 рисунка, 16 таблиц, 1 схему, 1 приложение. Библиография содержит 108 наименований. быть сделано либо за счет налогов, либо за счет заимствований. Внедрение налоговой системы влечет за собой перераспределение дохода путем распределения налогового бремени. С точки зрения экономистов классического направления, все налоги, в принципе, предосудительны. Рикардо считал, что налоги препятствуют накоплению капитала и искажают структуру цен. Прогрессивная система налогообложения, по мнению Милля, «облагает налогом трудолюбие и бережливость». В связи с этим государственные расходы должны быть сведены к минимуму, который включает в себя национальную оборону и охрану правопорядка (по Смиту), а также образование (по Миллю). В формулировке Масгрейва функция распределения дохода призвана поддерживать политически приемлемый уровень дисбаланса доходов и благосостояния в обществе, чтобы обеспечить всем гражданам гарантированный минимальный набор товаров и услуг.

Напрямую выполнение государством функции распределения дохода не ведет к необходимости заимствований. Однако, если поступления налогов и иных доходов бюджета недостаточны для финансирования необходимых (определенных законодательной властью страны) государственных расходов, тогда требуется перераспределения дополнительных финансовых ресурсов путем государственных заимствований. Нецентральные органы власти могут либо получать недостающие средства из денежных фондов (бюджетных и внебюджетных) государства, либо осуществлять заимствования на рынке.

Следующая экономическая функция государства - стабилизация. Политика стабилизации заключается в проведении органами государственной власти некоторых мер с целью достижения желаемых макроэкономических показателей. С помощью налоговой системы, интервенций на валютном и финансовом рынке, управления денежной массой правительство стремится достигнуть экономического роста, высокой занятости, выбранных уровня инфляции и валютного курса.

Выполнение нецентральными органами власти функции стабилизации является предметом научной дискуссии. Изначальное, кейнсианское, видение политики стабилизации заключалось в том, что выполнение этой функции должно быть централизовано. Чтобы стабилизационная политика оказывала необходимый эффект на выбранные макроэкономические показатели, требуется концентрация финансовых ресурсов в руках центрального правительства, что обеспечивается усилением централизации власти и увеличением доли государственного сектора экономики. Такая тенденция наблюдалась, например, в США в I половине XX века, где доля федерального правительства в общих государственных расходах выросла с 35% в 1902 г. до 72% в 1952 г., в то время как доля местных властей за этот период снизилась с 55% до 15%.

Неудачи кейнсианских методов управления экономикой в 70-е годы и последовавший приход к власти в ряде ведущих стран неоконсервативных правительств привели к снижению роли государственного сектора и децентрализации государственной власти. Процесс бюджетной децентрализации соответствовал движению этих стран в сторону ценностей свободного рынка. В этом контексте правительства регионов и органы управления муниципалитетов играют, в своем роде, роль фирм, обеспечивающих предложение местных общественных благ, и конкурируют за домашние хозяйства, которые выступают в качестве потребителей. Децентрализация обеспечивает широкий выбор общественных благ и два вида сигналов выражения потребителями своих предпочтений: голосование внутри юрисдикции и миграция между юрисдикциями. Можно сказать, что децентрализация представляет собой рыночную модель государственного управления.

Децентрализация привела к усилению финансовой мощи и финансовых возможностей нижестоящих органов власти и росту их влияния на макроэкономические процессы. Соответственно возросло влияние деятельности региональных и местных властей на стабилизационную политику центрального правительства. В ряде случаев политические мотивы усиливают стремление финансово сильных регионов проводить самостоятельную стабилизационную политику.

Иллюстрацией этого утверждения служит бурный рост субфедеральных заимствований в 1997 году, когда бюджетный кризис привел к резкому ухудшению финансового состояния регионов и ослаблению политического влияния федеральной власти.

Подтверждением этого утверждения служат также действия правительств и администраций российских регионов, последовавшие за событиями августа 1998 г. и имеющие целью стабилизировать экономическую и социальную ситуации в отдельно взятом регионе.

В пользу децентрализации функции стабилизации выдвинуты следующие тезисы.

Во-первых, в региональных экономиках существуют асимметричные нарушения, которые не в состоянии учитывать центральное правительство. Оно реагирует только на вектор суммы таких нарушений во всех регионах, который не отражает реального положения дел и, теоретически, может быть даже равен нулю.

Во-вторых, кейнсианское утверждение о неэффективности децентрализованной стабилизационной политики сформулировано для закрытой экономики. В открытой экономике и при условии ведения центральным банком политики плавающего валютного курса, результирующее влияние на него стабилизационных мер, предпринятых на уровне субъектов государства может быть сведено на «нет», в то время как цели стабилизации могут быть достигнуты.

В-третьих, централизация не обязательно обеспечивает снижение затрат на стабилизацию экономик регионов. При централизации стоимость кредитного риска регионов оплачивается центральным правительством в неявной форме. Происходит своего рода «государственное страхование» нецентральных органов власти со стороны центрального правительства. Для региональных и местных властей снижается стимул надлежащим образом реагировать на структурные изменения в экономике регионов, поскольку финансовые проблемы решаются поступлениями из центра. Решение этих вопросов на уровне регионов и муниципалитетов, в том числе и путем заимствования, создает стимулы для проведения более эффективной политики, поскольку необходимо сначала убедить потенциальных инвесторов и кредиторов в своей кредитоспособности, а затем обслуживать и погашать долг за счет бюджета региона (или муниципалитета).

В-четвертых, нижестоящие органы власти способны более оперативно реагировать на проявления экономического цикла.

В-пятых, эффективность стабилизационной политики региона зависит от объема его бюджета.

Бюджет некоторых регионов играет роль, сравнимую с бюджетом страны в целом.

Например, бюджет Москвы по расходам на 2000 г. запланирован в размере 98161,8 млн. рублей (Закон г. Москвы «О бюджете г. Москвы на 2000 год» от 24.12.1999г.), в то время как бюджет Российской Федерации по расходам составляет 855073,0 млн. рублей (Закон РФ №227-ФЗ «О федеральном бюджете на 2000 год» от 31.12.1999г.), т.е. 11,5 %.

В-шестых, децентрализация функции стабилизации приближает государственное управление к модели совершенной конкуренции: органы власти конкурируют не только за привлечение в регион домашних хозяйств, но и за привлечение в регион финансовых ресурсов.

Государственные заимствования могут являться инструментом как фискальной, так и денежно-кредитной политики. Долг возникает в результате фискальных мер регулирования в случае стимулирования совокупного спроса посредством дополнительных государственных расходов, финансируемых за счет выпуска займов. В денежно-кредитной политике для регулирования объема денежной массы зачастую используется купля-продажа на финансовом рынке краткосрочных казначейских облигаций. Заимствования нецентральных органов власти могут служить для проведения фискальной политики.

Муниципальные бумаги не обладают достаточным уровнем ликвидности, чтобы служить инструментом денежно-кредитной политики для органов власти регионов и, тем более, муниципалитетов.

Российская практика, несмотря на положения теории, имеет примеры использования московских облигаций в качестве налоговых освобождений. В конце 1997 года облигации одного из московских выпусков, размещение которого происходило не только с использованием рыночных, но и посредством распределительных механизмов, принимались в качестве налоговых освобождений. Но период такого использования был ограничен несколькими месяцами, список организаций, которым разрешалось проводить такую операцию был невелик.

Рассмотрим третью экономическую функцию государства -распределение ресурсов. Цель государства при реализации этой функции -обеспечить эффективное распределение ресурсов в обществе. Критерий эффективности распределения ресурсов был разработан Парето в «Учебнике политической экономии» (1906) и известен как «оптимум Парето»: «положение, в котором невозможно улучшить чье-либо благосостояние путем трансформации товаров и услуг в процессе производства или обмена без ущерба для благосостояния какого-либо другого индивида». Условия оптимума определены в работах Лернера, Бергсона и Хикса в 30-х годах. Они доказали «теорему невидимой руки»: долговременное равновесие совершенной конкуренции создает оптимальное распределение ресурсов, то есть государственное вмешательство может поднять чье-либо благосостояние только за счет кого-либо другого.

На основе данного положения сформулировано одно из основных направлений государственной политики распределения ресурсов: приближение условий реальной экономики к требованиям совершенной конкуренции, а именно, невозможность влияния отдельных домашних хозяйств и фирм на цены, близкая цена на однородные продукты и услуги, единое информационное пространство. Однако существует ряд специфических товаров и услуг, для которых даже совершенная конкуренция не обеспечивает эффективного распределения, имеет место так называемая «неэффективность рынка» (market failure). Здесь функцию распределения ресурсов выполняют государственные органы власти.

К таким товарам и услугам относятся, прежде всего, «общественные блага» (public goods), впервые классифицированные Уго Маццолой в конце прошлого века и обладающие двумя отличительными характеристиками. Во-первых, отсутствие соперничества, что означает, что общественные блага потребляются одним лицом и это не ограничивает права на их потребление другими и не снижает их полезность для других лиц. Во-вторых, доступность для неограниченного круга пользователей, ограничить круг пользователей потребителей общественных благ лицами, непосредственно внесшими вклад в их создание, не представляется возможным. Примером таких общественных благ на уровне региона может служить охрана правопорядка, право пользования объектами инфраструктуры.

Указанные особенности порождают проблему уклонения потенциальных приобретателей от участия в затратах на создание и функционирование общественных благ. В результате, несмотря на наличие спроса, производство таких общественных благ будет сдерживаться нежеланием будущих выгодоприобретателей осуществлять необходимые расходы.

Другая группа ресурсов, распределение которых требует вмешательства государства, - это те, которые оказывают значительный внешний эффект на домашние хозяйства вне зависимости от их принадлежности к фактическим потребителям. Этот эффект может быть как положительным, так и отрицательным. Примером негативного воздействия может служить влияние на здоровье пешеходов загрязнения окружающей среды автотранспортом. При распространении побочного эффекта вне круга потребителей (в нашем примере, владельцев автомобилей) подвергающиеся внешнему эффекту домашние хозяйства не могут повлиять на производителя посредством рыночных механизмов. Это приводит к необходимости вмешательства в процесс распределения государства. Оно должно обеспечить принятие производителями во внимание не только собственной выгоды, но и влияния их деятельности на общество.

Заимствование в ходе выполнения государственными органами функции распределения ресурсов как раз и связано с созданием новых и улучшением существующих общественных благ (учреждения социальной защиты, объекты городской инфраструктуры) и проектов устранения негативных побочных эффектов (например, установка оборудования для контроля за состоянием окружающей среды). Для оценки таких проектов используется анализ «затрат-выгод» (cost- benefit analysis), при котором чистые совокупные выгоды сравниваются с чистыми совокупными затратами.

Проекты носят, как правило, капитальный характер и срок их использования превышает несколько лет. Поэтому круг потенциальных выгодоприобретателей этих проектов включает в себя лиц, резидентов данной юрисдикции как в настоящий момент, так и будущих резидентов. Следовательно, для выполнения функции распределения ресурсов необходимо вовлечь в механизм оплаты создания и функционирования общественных благ будущих резидентов. Осуществление региональными и местными властями инфраструктурных проектов путем долгового финансирования реализует принцип «оплаты по пользованию», поскольку расходы по обслуживанию и погашению займов распределяются на поколения, которые будут пользоваться вновь созданными общественными благами.

Региональные и местные органы власти выполняют функцию распределения ресурсов для создания общественных благ, потребляемых в пределах соответствующей территории (юрисдикции). Решение использовать имеющиеся и привлеченные ресурсы для получения определенного набора общественных благ отражает уникальность каждого конкретного муниципалитета или региона.

Создание привлеченных ресурсов для получения общественных благ предполагает инвестиционный характер использования заемных средств. В практике российских субфедеральных заимствований такой подход был возможен в коротком промежутке 1997-первая половина 1998 года, т.к. реализация долгосрочных инвестиционных проектов предполагает стабильность политической и экономической ситуации. Кризис августа 199S года поставил на повестку дня не столько вопросы реализации начатых проектов, сколько проблемы финансовой состоятельности регионов -эмитентов долговых обязательств, что произошло из-за катастрофического падения уровня налоговых сборов, кризиса банковской системы, резкого изменения курса рубля по отношению к доллару. Послекризисная ситуация на рынке заимствований еще раз иллюстрирует состоятельность мировых экономических реформ в ситуации экономической стабильности.

Подводя итог изучению экономических функций государственной власти на уровне регионов и муниципальных образований, можно сделать следующие выводы. Выполнение нецентральными органами власти функции распределения доходов определяет условия осуществления заимствований регионами и муниципалитетами. Эффективность выполнения стабилизационной функции региональными и местными органами власти зависит от финансовой мощи регионов, которая определяется наличием достаточных собственных источников бюджетных поступлений. Займы служат одним из механизмов проведения органами власти фискальной политики. Денежно-кредитная политика проводится в масштабе всего государства, и здесь используются долговые инструменты центрального правительства. Для выполнения этой функции выпускаются краткосрочные и среднесрочные займы. Особенно велико значение долга региональных и местных органов власти в обеспечении эффективности распределения ресурсов. Эту роль выполняют, в основном, долгосрочные инвестиционные займы.

Вопросы заимствования экономической наукой рассматривались и в контексте с вопросами экономического роста.

Экономисты классического направления исходили из предположения, что налоги выплачиваются из доли дохода частного сектора, идущей на потребление, в то время как государственные займы финансируются из доли дохода, идущей на инвестиции. Таким образом, при классическом подходе налоговое финансирование более способствует экономическому росту, чем долговое. Такие рассуждения не учитывают, однако что выход государства на денежный рынок увеличивает предложение облигаций, что приводит к повышению ставки процента, и, соответственно, росту сбережений.

Перевод ресурсов из частного сектора в государственный снижает объем ресурсов частного сектора, что приводит либо к снижению потребления, либо к сокращению инвестиций. В первом случае доходы будущих поколений не затрагиваются. Во втором случае снижение уровня передаваемого капитала ведет к уменьшению дохода будущих поколений. Таким образом, для непересекающихся во времени поколений происходит перенос бремени долга на будущие поколения через снижение уровня передаваемого ему капитала.

Кейнсианское понимание роли государственных заимствований противоположно классическому. В раннем кейнсианском анализе выделяется роль увеличения государственных расходов, в том числе за счет выпуска долговых обязательств, для увеличения совокупного спроса в экономике, что в этой модели приводит к росту как потребления, так и сбережений в пропорциях, определяемых величиной предельной склонности к сбережению (marginal propensity to save). При этом наблюдается так называемый «эффект мультипликатора» (multiplier effect), который заключается в превышении роста совокупного спроса над изначальным увеличением государственных расходов. Вызванный государственным заимствованием рост совокупного спроса обеспечивает возрастание как потребления, так и сбережений частного сектора. Такая позиция, однако, не учитывает, что выпуск государственных займов вызывает увеличение процентной ставки, приводящее к снижению инвестиций в частный сектор и соответствующему частичному «вытеснению» эффекта мультипликатора. Однако даже с учетом такого «вытеснения» суммарный эффект, оказываемый на производство (output), остается положительным при увеличении государственных расходов за счет выпуска долговых обязательств.

Неоклассическая макроэкономическая теория занимает в отношении государственных заимствований промежуточное положение между классическим и кейнсианским подходами. Она опирается на теоретический постулат, известный как Рикардинское тождество (Ricardian Equivalence), математическую модель которого сформулировал Роберт Барро. Основной вывод этого предположения, базирующегося на теории рационального поведения налогоплательщиков, заключается в индифферентности для них налогового или долгового финансирования. Предполагается, что налогоплательщики осознают потребность увеличения в будущем налогов для финансирования обслуживания и погашения нового долга. Дисконтированная величина потока будущих налогов при долговом финансировании равна величине налоговых платежей, которые необходимо заплатить в случае налогового финансирования. Таким образом, налогоплательщик понимает, что его благосостояние одинаково в обоих случаях. Вследствие этого его поведение не зависит от выбора метода финансирования государственных расходов, что влечет за собой независимость национальных сбережений от объема государственных заимствований.

Вызывают некоторые сомнения предположения, лежащие в основе рационального поведения налогоплательщиков: понимание ими механизма долгового финансирования, определенность будущего налогообложения и другие. Между тем, эмпирическое тестирование не дает достаточных оснований для отбрасывания концепции. Начиная с 80-х годов, Рикардианское тождество активно применялось в США для подтверждения целесообразности крупномасштабных заимствований для покрытия дефицита бюджета.

Опыт экономики США в 80-е годы показал, что проблемы, возникающие вокруг использования долга при формировании бюджета, порождаются, скорее, конфликтом интересов внутри живущего поколения, а не между поколениями. Причина возникающих противоречий кроется в сильной дифференциации предпочитаемого уровня государственных расходов и значений предельной склонности к потреблению внутри нации (в отношении долга страны) и между резидентами одной юрисдикции (в отношении муниципального долга).

Природа бремени на экономику налогов и расходов по обслуживанию внутреннего долга является сходной. Последние представляют собой, по сути, перемещение ресурсов внутри экономической системы. Оттока ресурсов из экономики страны при обслуживании внутреннего долга не происходит. Если долговые обязательства субъекта государства размещаются только на его территории, то это положение справедливо и для муниципального долга. Вместе с тем, на процентные выплаты по долгу направляется часть собранных налогов, которые, как и все другие налоги, генерируют невозмещаемый убыток. Мерой бремени долга, является доля суммы обслуживания долга в вштовом продукте страны (региона). При поддержании постоянного соотношения долга и валового продукта и постоянного темпа роста валового продукта доля расходов на обслуживание долга в валовом продукте страны является стабильной, увеличения долговой нагрузки на экономику не происходит.

Для определения экономических последствий государственных заимствований субъектов государства, важное значение имеет, откуда привлекаются средства. В отличие от долговых обязательств центрального правительства ценные бумаги регионов не приобретаются центральным банком страны и его отделениями даже на вторичном рынке. Это исключает возможность кредитования центральным банком правительств регионов и исключает инфляционные последствия такого кредитования. Остаются следующие возможные источники привлечения средств: ресурсы государственных фондов и агентств; ресурсы банковской системы; ресурсы небанковских финансовых институтов; средства компаний и фирм нефинансового сектора (промышленных, строительных, сельскохозяйственных, торговых); сбережения населения; внешние источники.

В странах с развитой и стабильно развивающейся экономикой основными внутренними источниками государственных заимствований являются средства населения и паевых (инвестиционных, трастовых) фондов. В развивающихся странах, проходящих через период реформ, в том числе и в России, неготовность населения и институциональных инвесторов вкладывать средства на длительный срок, а также недостаточное развитие инфраструктуры финансового рынка вынуждает региональные правительства (администрации) при размещении долговых обязательств опираться, прежде всего, на банки и финансовые компании в своих регионах. Поскольку долговые обязательства большинства административно-территориальных образований в государствах не имеют достаточной степени ликвидности, чтобы быть включенными в компоненты денежной массы (МЗ), то их размещение в банковской системе не создает инфляционного эффекта как при размещении долговых бумаг центрального правительства.

Таким образом, ни одна из экономических теорий не отрицает необходимость и возможность использования государственных заимствований.

Использование кредитно-заемного финансирования дает правительству гибкий инструмент регулирования экономических и социальных процессов, поскольку: удается ослабить постоянные противоречия между потребностями по финансированию государственных расходов и возможностью по наполнению бюджетного фонда; поступают дополнительные ресурсы для финансирования проектов и программ, нацеленных на социально-экономическое развитие; становится возможным избежать или отсрочить повышение налоговых ставок и введение новых налогов, создавая тем самым более щадящие условия для укрепления частных хозяйств, развития негосударственного сектора экономики; по вышеназванным причинам более благоприятно для правящей политической элиты.

Кредитно-заемное финансирование государства и его субъектов может существовать в формах задолженности, в том числе: финансовой (ссуды бюджетов других уровней бюджетной системы; кредиты банков; займы путем выпуска долговых ценных бумаг). административной (задолженность по финансированию запланированных расходов); условной (по выданным гарантиям и поручительствам). Финансовая задолженность образуется в результате заимствований денежных средств, является основной формой задолженности субъектов государства и возникает вследствие привлечения средств для финансирования бюджетных расходов.

Административная задолженность - это заложенные в бюджете, но фактически не осуществленные расходы. К этому виду задолженности относится задолженность по платежам в государственном секторе (например, по заработной плате, коммунальным платежам бюджетных учреждений и др.) Эта задолженность носит краткосрочный характер и обычно погашается в следующем финансовом году.

Условная задолженность складывается из обязательств субъекта государства по долгам третьих лиц, которые в случае неисполнения последними, подлежат погашению за счет средств бюджета. Таким образом, это вероятные обязательства, исполнение которых может потребоваться, а может - нет.

Административная и условная задолженности могут достигать размеров финансовой задолженности или даже превышать ее в несколько раз. Однако, если они неаккуратно отражаются органами власти в финансовой отчетности и не учитываются официальной статистикой, это может полностью искажать реальную картину задолженности субъекта государства. Именно так и происходит с информацией о задолженности субъектов РФ.

Заемное финансирование государства или его субъектов приводит к образованию государственного долга.

Государственный долг является одним из элементов системы государственных финансов. Вся сумма непогашенных обязательств государства формирует капитальный государственный долг. Расходы по выплате доходов кредиторам по всем долговым обязательствам и по погашению обязательств, срок исполнения которых наступил, образуют текущий долг.

Экономическая сущность государственного долга и его субъектов состоит в том, что он выражает отношения перераспределения стоимости валового общественного продукта и части национального богатства, направленные на формирование дополнительных денежных фондов государства.

Государственный долг страны включает в себя задолженность центрального правительства и задолженность субъектов государства. В структуре долга обоих уровней представлены: долговые обязательства, исполнение которых осуществляется за счет соответствующего бюджета; задолженность внебюджетных фондов соответствующего уровня; задолженность государственных предприятий, учреждений, агентств и других государственных организаций.

Воздействие заимствований региональных правительств на экономику этих территориальных экономических систем зависит от того, куда направляются привлеченные средства.

Эти средства могут быть направлены на финансирование текущих расходов, т.е. на потребление или на государственные инвестиции, т.е. на накопление.

Рикардо отмечал, что «бремя долга заключается не столько в ежегодной выплате процента, сколько в растрате ресурсов» («Начала политической экономии и налогообложения))). Использования на текущие нужды кредитов и средств от размещения долговых ценных бумаг приводит к накоплению задолженности, которая должна будет погашаться за счет будущих налоговых и других поступлений в соответствующий бюджет, однако, использование этих заемных ресурсов никак не способствует ни увеличению доходов, ни сокращению расходов бюджета в будущем.

Заимствованные ресурсы должны направляться на капитальные вложения с тем, чтобы увеличивать ВВП региона, способствовать экономическому росту и расширению налогооблагаемой базы. В этом случае, с одной стороны, создается продукт, подлежащий реализации. Если он реализуется, то увеличивается ВВП, расширяется налогооблагаемая база и возрастают поступления налогов в соответствующий бюджет. С другой стороны, рост государственных расходов или расходов, осуществляемых за счет бюджетных ссуд компаниям, дает увеличение занятости, снижаются объемы незагруженных мощностей и увеличиваются доходы трудящихся, что опять же дает дополнительные поступления подоходного налога в региональный и местный бюджеты.

Таким образом, перенос бремени долга на будущие поколения является справедливым только тогда, когда привлеченные средства используются для реализации капитальных проектов, поскольку снижение сохраняемого капитала в этом случае компенсируется созданием нового. Из этого следует, что казначейские займы (используемые на покрытие текущих расходов) должны носить краткосрочный и среднесрочный характер, чтобы не влиять на взаимоотношения поколений.

Необходимо отметить, что государственное потребление и инвестиции оказывают неодинаковое воздействие на экономическое поведение частных фирм и населения. Так, государственное потребление может или замещать, или дополнять частное потребление. Как показано в ряде работ современных западных экономистов', различные виды государственного потребления обладают и различными воздействиями на величину потребления и сбережений

М. Fddstcin. Government Deficits and Aggregate Demand. Joum.of Monet. Econ 19S2. Jan.. p. 1-20. в частном секторе экономики. С другой стороны, объектом государственных инвестиций обычно становятся те отрасли и рыночные сегменты, которые или менее привлекательны для частных капиталовложений, или требуют значительных по размерам первоначальных затрат (энергетика, создание транспортной инфраструктуры и т.д.) В этом случае государственные программы не только избегают конкуренции с частными инвестиционными проектами, но и способны оказать благоприятное воздействие на общий инвестиционный климат в экономике.

В России, по нашему мнению, проблема конкуренции частных и государственных инвестиций в настоящее время не стоит и в ближайшем будущем не будет актуальна. При острой нехватке капитальных вложений для простого поддержания производства объемы инвестиций в реальный сектор экономики продолжают снижаться. Поэтому государственные инвестиции и государственное потребление, теоретически, должны оказывать однозначно стимулирующее влияние на экономику.

Если привлеченные путем государствен нь!Х займов средства направляются в инфраструктурные отрасли или в проекты, имеющие социальное значение, но не приносящие прибыли - по определению Дж. Кейнса, так называемые «бросовые расходы» - то это способно уменьшить безработицу и повысить платежеспособный спрос. Если дополнительные доходы населения будут направлены на приобретение товаров и услуг местного производства, это оживит экономику региона, и, как в предыдущем случае, приведет к росту налоговых поступлений за счет роста прибыли местных предприятий.

Если приобретаться будут товары неместного производства, это также увеличит поступления в региональные бюджеты косвенных налогов, но это будет только незначительная часть от средств, затраченных на профинансированные проекты. Сами же проекты прибыли приносить не будут.

Воздействие дефицитного финансирования на темпы экономического роста зависит от производительности (эффективности) государственных инвестиции. Неоклассическая точка зрения о непродуктивности государственных расходов и, как следствие, о неэффективности государственного кредита как источника стимулирования экономического развития не может быть безоговорочно принята. В то же время государственная экономическая политика, ориентированная на стимулирование совокупных расходов и постоянное компенсирование недостаточного частного спроса, как этого требует кейнсианская модель, не всегда совместима с требованием оптимального распределения финансовых ресурсов в экономике. Поэтому решающее значение при оценке воздействия государственной задолженности на экономический рост имеет целевое назначение мероприятий правительства, профинансированных за счет кредитных ресурсов.

Если совокупные расходы бюджета превышают затраты правительства на текущее потребление, то сальдо сбережений государственного сектора может оказаться положительным даже тогда, когда бюджет сводится с дефицитом. Вложения правительств в реальные активы с учетом переоценки их стоимости могут даже превышать рост государственной задолженности.

Однако большая часть бюджетных ассигнований носит непроизводительный характер в привычном смысле, т.е. они не являются инвестициями в реальные активы . Но достаточно спорным является вопрос о том, можно ли расходы на медицину или образование назвать менее производительными, чем, например, расходы на создание новых производств или коммуникаций. Оценка экономической эффективности бюджетных программ может быть дана только с учетом долговременных экономических и социальных целей государства и по истечении значительного промежутка времени. Сказанное справедливо как для государства в целом, так и для отдельных его регионов.

В целях получения дополнительных доходов в бюджет в самое ближайшее время правительства (администрации) российских регионов " Бюджет развития в составе расходов федерального бюджета РФ на 2000 г, составлял 3.1 %. предпочитают вкладывать привлеченные средства (если есть возможность не расходовать их на покрытие текущих бюджетных расходов) в самые прибыльные и быстро окупаемые проекты или же в предприятия, производящие подакцизную продукцию.

В отличие от центрального правительства, субъекты государства не могут использовать эмиссию для погашения своего долга. Поэтому в распоряжении региональных властей остаются следующие источники погашения займов:

Первый и основной - налоги и сборы, собираемые на территории региона и поступающие в бюджет данного субъекта;

Доходы от использования имущества, находящегося в собственности субъекта государства, в том числе ценных бумаг предприятий. В случае целевых займов - доходы от объектов, профинансированных за счет средств займа;

Возврат кредитов, выданных за счет средств займа для инвестиций в конкретные объекты, и выплата процентов по ним;

Трансферты из вышестоящего бюджета;

Новые займы, кредиты или увеличение задолженности по финансированию запланированных (заложенных в бюджете) бюджетных расходов.

Последние два источника не должны использоваться для погашения займов субъектами государства (за исключением реструктуризации задолженности путем выпуска новых займов), однако теоретически, и, как свидетельствует опыт нашей страны, фактически, это возможно.

1.2. Анализ международного опыта по выпуску долговых ценных бумаг государства и его субъектов

Традиционным и широко распространенным способом привлечения финансовых ресурсов административно - территориальными единицами государств является эмиссия долговых ценных бумаг, именуемая муниципальными займами. Эта практика имеет развитые формы в США, Японии, странах Европы, а с 1997 года - и в новейшей экономической истории России.

Право выпускать долговые ценные бумаги имеют, как правило, крупные административные единицы - субъекты государства, графства, провинции, крупнейшие города. Допускается, что займы могут быть размещены не только на территории административной единицы - эмитента, но и в любом другом городе или округе или даже в другой стране. Однако выход региональных и местных органов власти на внешний долговой рынок во многих странах законодательно запрещен, а в тех странах, где это разрешено, немногие эмитенты пользуются такой возможностью.

Рынок муниципальных ценных бумаг получил наибольшее развитие в Соединенных Штатах Америки. В этой стране впервые в международной практике стали применяться многие инструменты рынка муниципальных финансовых обязательств.

В США муниципальные облигации выпускаются штатами, округами, городами, школьными округами и районами специального назначения. Облигации выпускают более 40 000 органов публичной власти различного уровня. В 1997 г. суммарный объем новых эмиссий равнялся приблизительно 160 млрд. долларов США. Рынок муниципальных облигаций по своему размеру уступает только рынку ценных бумаг федерального правительства США.

Облигации штатов (state bonds), как и облигации центрального правительства, являются государственными ценными бумагами. Как и федеральное правительство, правительство штата является сувереном, и ему не может быть предъявлен иск без его согласия. Правительство штата может аннулировать свой долг, и инвестор, купивший облигации штата, не будет иметь возможности заставить его погасить эти облигации.

В XIX веке многие штаты аннулировали свои облигации. В разгар Великой депрессии 1929-1932гг. общая сумма просроченной задолженности 4770 американских муниципалитетов достигала 2,85 млрд. долларов, однако, большая часть этой задолженности была погашена в 40-е годы. С тех пор доля просроченной задолженности в общей сумме долга муниципалитетов в США не превышает 1%.

В 1975 г. в связи с тяжелым положением Нью-Йорка была произведена отсрочка платежа по облигациям города, а в 1978 г. аналогичная ситуация возникла в Кливленде. В обоих случаях на помощь приходило центральное правительство.

В настоящее время инвестиционные качества облигаций штатов улучшились в результате укрепления финансового положения штатов. Штаты разработали комплекс мероприятий для повышения своей платежеспособности, и облигации, обеспеченные «признанием и доверием» правительства штата, считаются вполне надежными, несмотря на то, что держатели облигаций не имеют права предъявлять иск.

За последнее десятилетие дефолты ежегодно происходили в среднем по 115 различным выпускам муниципальных облигаций с общим объемом эмиссии около 1,6 млрд. долл.. Большинство дефолтов не сопровождается потерями для инвесторов, что в немалой степени обусловлено развитым страхованием на рынке муниципального долга. За последние несколько лет процент застрахованных муниципальных займов в США стремительно рос. Например, в 1993 г. было застраховано примерно 35% рынка долгосрочных муниципальных облигаций. К 1996г. эта цифра выросла почти до 65 %. Таким образом, реакция рынка на достаточно большой объем дефолтов выражается не в сужении рынка или спаде деятельности, а во введении адекватных изменений в порядок его функционирования и деятельности основных участников рынка.

Штат или муниципалитет может обслуживать и погашать займы либо за счет будущих налоговых сборов, либо за счет поступлений от потребителей коммунальных и прочих услуг, предоставляемых контролируемыми им предприятиями (организациями). Поэтому по виду обеспечения и источникам погашения муниципальные облигации делятся на 1) облигации, обеспеченные налогами (tax-back debt); 2) облигации, обеспеченные доходами от определенного объекта (revenue bonds). Если второй вид облигаций дополнительно имеет такое же обеспечение, как и первый вид - облигаций общего обеспечения, то они называются облигациями двойного обеспечения (double barreled bonds)

Основным видом облигаций, гарантированных налоговым потенциалом эмитента, являются облигации общего обеспечения или облигации под общее обязательство (general obligation bonds). Они гарантированы общей кредитоспособностью и всем налоговым потенциалом штата или муниципалитета. Возможности властей штатов и муниципалитетов независимо контролировать налогообложение, проводить самостоятельную налоговую политику служат главной гарантией для инвесторов, приобретающих такой финансовый инструмент. Облигации этого типа подразделяются на две группы в зависимости от легальных возможностей эмитента повышать налоги. Если такая возможность существует, то есть если уровень налогообложения значительно ниже предельного (верхнего) уровня, определенного законодательно, то облигации обеспечены обязательством взимания дополнительных налогов или повышения налоговых ставок. Такие облигации получили название облигаций без ограничения роста налогов (unlimited tax general obligation bonds). Если возможности эмитента по увеличению уровня налогообложения ограничены, то его облигации относятся к группе облигаций с ограничением на рост налогов (limited tax general obligation bonds). Те эмитенты, которые имеют резерв увеличения налогов, обладают большими возможностями отреагировать на различные неблагоприятные ситуации. Как правило, ликвидность облигаций второй группы несколько ниже, чем обязательств первой группы.

До тех пор, пока увеличение налогов для органов власти штатов и муниципалитетов не ограничено, они предпочитают выпускать облигации с неограниченными возможностями увеличения налогов. Бюджеты штатов имеют более дифференцированную налоговую базу, нежели местные бюджеты. При необходимости правительства штатов имеют возможность увеличивать налоговые поступления за счет налога с продаж и налога с доходов.

Ограничения на выпуск облигаций общего покрытия обходятся правительствами штатов и местных администраций путем выпуска других видов обеспеченных налогами облигаций. Это:

1) облигации, обеспеченные налогом на собственность (property-tax-supported bonds). Налог на собственность - стабильный и предсказуемый источник доходов муниципалитетов. В 1932 г. налог на собственность обеспечивал местным властям 97% всех доходов, на сегодняшний день - в среднем около 80

2) облигации, обеспеченные моральными обязательствами правительства штатов (moral obligation bonds); облигации, обеспеченные доходами от аренды (lease debt). Они котируются ниже соответствующих облигаций общего обеспечения; муниципальные ноты; облигации специальных районов.

Рост расходов домохозяйств на уплату налогов на собственность, в 60-х годах поставил политический предел использованию облигаций общего покрытия и привел к росту популярности облигаций, обеспеченных доходами от проектов. За последние 30 лет доля облигаций общего покрытия в объеме новых выпусков упала с 70 до 30%. Стремительный рост выпусков проектных облигаций вызван потребностью ускоренного развития инфраструктуры. Местные и региональные власти были не в состоянии самостоятельно профинансировать его. Выходом стало привлечение частных инвестиций, в том числе за счет выпуска проектных облигаций.

Эмитенты облигаций, обеспеченных доходами от определенного проекта выплачивают доход по ним и стоимость облигаций при погашении полностью из доходов от реализации проекта, для финансирования которого выпущены данные облигации. Источником выплаты долга в данном случае служат платежи потребителей услуг, предоставляемых в результате реализации проекта. Среди облигаций этого вида можно выделить: а) облигации, обеспеченные доходами от предприятий (проектов) (enterprise revenue debt); в) облигации, обеспеченные специальными налогами от финансируемых проектов, такими как налог с продаж, подоходный налог и др.; с) облигации, обеспеченные другими доходами: от здравоохранения; от высшего образования и др.

Адаптируя представленный выше опыт к России, следует отметить, что особый интерес для использования регионами и муниципальными образованиями в нашей стране представляют-. а) облигации развития промышленности и других видов деятельности. Обычно муниципалитет, заинтересованный в модернизации очистных сооружений, или реконструкции дорог или строительстве аэропорта, выпускает и продает облигации, на собранные средства строит аэропорт, дороги или модернизирует очистные сооружения или др., а затем сдает их в аренду частной компании. Величина арендной платы определяется ежегодными платежами основной суммы и процентов по займу; б) жилищные облигации. Они выпускаются правительством штата или же подразделением правительства штата, отвечающим за жилищное строительство. Цель этих ценных бумаг - профинансировать строительство жилья для семей с низкими и средними доходами и для семей, покупающих частный дом впервые. Обычно собранные средства передаются в кредит застройщику, который, взимая арендную плату с жильцов или продавая построенное жилье, выплачивает долг штату или муниципалитету, а те, в свою очередь, инвесторам.

По нашему мнению, рост популярности облигаций, обеспеченных доходами от проектов, объясняется следующим:

1) взамен увеличения налогов используются сборы от пользователей проектов;

2) ограниченными юридическими и практическими возможностями правительств и местных администраций увеличивать долговое бремя;

3) ростом обеспеченности облигаций с развитием страхования. Самостоятельное место в исследовании занимает вопрос срочности долговых ценных бумаг в США. Муниципальные облигации выпускаются как долгосрочными - более 1 года - это облигации (bonds), так и краткосрочными -до 1 года - ноты (notes).

При выпуске краткосрочных обязательств преследуется несколько целей. Обычно штаты и муниципалитеты выпускают их для покрытия кассовых разрывов в ожидании будущих поступлений. Процент по таким обязательствам выплачивается в конце срока их действия. Некоторые муниципалитеты выпускают краткосрочные обязательства с дисконтом.

Среди краткосрочных долговые обязательства штатов и местных органов власти выделяются следующие: - краткосрочные долговые инструменты, выпускаемые в промежутке до эмиссии облигаций (bond anticipation notes); - долговые обязательства, выпускаемые под будущие налоговые поступления (tax and revenue anticipation notes); - обязательства, выпускаемые под будущие доходы от проектов (revenue anticipation notes); краткосрочные обязательства общего характера (general obligation notes); не облагаемые налогом коммерческие бумаги (векселя) (tax exempt commercial paper), не имеющие специального обеспечения, сроком погашения от 1 до 365 дней (обычно от 60 до 90 дней). Срок погашения устанавливается индивидуально в соответствии с предпочтениями эмитента и инвестора. Выплаты производятся за счет аккредитивов или банковской кредитной линии. Выпуск краткосрочных муниципальных обязательств быстро увеличивался в 60-х и начале 70-х годов. В настоящее время краткосрочные муниципальные облигации постепенно заменяются на гибридные инструменты, совмещающие преимущества долгосрочных и краткосрочных обязательств -так называемые обязательства с переменной ставкой процента и опционом на продажу (variable rate demand bonds, VRDO).

В США имеет место жесткое регулирование рынка муниципальных бумаг, федеральном, так и на местном уровнях. Первоначально Федеральное регулирование рынка муниципальных ценных бумаг основывалось на специальных ограничениях в отношении функционирования рынка, касающихся предоставления эмитентами соответствующей информации с целью обеспечения прав инвесторов и контроля за надлежащим использованием эмитентами налогового статуса муниципальных облигаций. Вопросы определения типов муниципальных облигаций, цели их эмиссии, источники погашения, а также способы выпуска оставались в исключительной компетенции властей штатов. Однако постепенно, учитывая необходимость совершенствования методов защиты инвесторов, особенно в связи с имевшими место сложностями с погашением обязательств г. Нью-Йорка, а также повышением уровня доходов граждан, с 1970—х годов центр действий, координирующих эмиссию и обращение муниципальных ценных бумаг, переместился на федеральный уровень. Именно в этот период был учрежден Совет по разработке правил эмиссии и обращения муниципальных облигаций (Municipal securities rulemaking board- MSRB), который, являясь саморегулируемой организацией профессиональных участников рынка муниципальных ценных бумаг, отвечает за разработку правил и норм, регулирующих их деятельность.

В соответствии с действующими правилами к выпуску в обращение могут быть допущены только надежные муниципальные бумаги. Это достигается благодаря следующим обстоятельствам: в пакет общедоступной информации включаются аудиторские заключения, особенности составления которых зависят от вида эмитируемых ценных бумаг; каждый проспект эмиссии содержит заключение независимой юридической фирмы, которая за предоставление ложной или непроверенной информации несет ответственность перед инвесторами. При этом фирма гарантирует законность эмиссии, проверяет ее технико-экономическое обоснование и другие сведения, предоставляемые эмитентом; юридический консультант эмитента (обычно прокурор штата или города) дает заключение, где подтверждает его полномочия на выпуск долговых обязательств и гарантирует инвесторам соответствие условий выпуска облигаций местным законам. Данное заключение включается в проспект эмиссии. Одной из целей указанных заключений является подтверждение возможности конкретного инвестора в случае неисполнения обязательств по облигациям обратиться в судебные инстанции для принудительного осуществления своих прав. интересы инвесторов оберегаются трастовым договором между эмитентом и доверенным лицом (как правило, инвестиционным банком), которое принимает в управление денежные средства от размещения займа и несет ответственность за их целевое использование и выплаты процентных доходов держателям долговых обязательств. При этом в договоре описывается порядок действий на случай невыполнения обязательств по займу; выпускаемым облигациям присваиваются различные кредитные рейтинги, позволяющие оценить риск вложений в данные долговые обязательства.

В качестве препятствия для безграничного выпуска облигаций общего покрытия на уровне штатов законодательно установлены ограничения на размер заимствований как муниципалитетов, так и самих штатов.

Штат Калифорния ограничил размер общего публичного долга штата до 1% текущей стоимости всей налогооблагаемой собственности в Калифорнии, штат Массачусетс до 2,5% от стоимости собственности. Ограничения для городских властей в отношении заимствований приняты во всех штата, кроме Флориды и Теннеси. Из 48 штатов, где установлен предел суммы долговых обязательств для своих городов, в 43 он выражен через определенную долю от оцененной стоимости налогооблагаемой собственности в пределах юрисдикции муниципалитета. В 32 штатах закон устанавливает перечень целей, под которые можно выпускать облигации. В 39 штатах для выпуска муниципальных облигаций требуется референдум, причем в 27 он обязателен для всех видов облигаций, а в 12 - только для облигаций, гарантированных налоговыми поступлениями. В 41 штате закон устанавливает максимальный срок обращения облигаций, а в 21 - потолок ставки по муниципальным обязательствам.

Принципиальным является тот факт, что доход по муниципальным облигациям не облагается федеральным подоходным налогом - так федеральное правительство спонсирует правительства штатов, местные органы власти и инвесторов, вкладывающих средства в муниципальные ценные бумаги.

Чрезвычайно важным фактором привлечения финансовых ресурсов с рынков капиталов является развитость рынка долговых ценных бумаг. Так в США эмиссия муниципальных облигаций в США осуществляется путем конкурентного аукциона, либо путем прямого или частного размещения. Андеррайтинг обычно осуществляется инвестиционными и\или коммерческими банками. Согласно законодательству большинства штатов все выпуски казначейских облигаций должны размещаться путем конкурентного аукциона, в то время как на инвестиционные (проектные) облигации это требование не распространяется. В таблице 1 представлены данные о первичном размещении эмиссий муниципальных облигаций в США.

Таблица № 1

Распределение эмиссий муниципальных облигаций в США по типу первичного размещения (в млрд. долл.).

Источник: The Bond Buyer 1998 Yearbook, New York, American Banker -Bond Buyer, стр.4-9.

Основными покупателями муниципальных ценных бумаг являются частные лица, которые в 1997 г. владели 33% всего рынка, взаимные фонды открытого типа для приобретения определенных типов облигаций - также 33%, страховые компании - 16% и банки - 7%. Благотворительные и пенсионные фонды, которые являются крупными покупателями как акций, так и облигаций корпораций, редко интересуются этими бумагами, поскольку они в любом случае не платят налоги и преимущества освобождения от налогов (и соответственно более низкая доходность) муниципальных ценных бумаг их не привлекает. Динамика долей рынка муниципальных бумаг, принадлежащих основным группам инвесторов, приведена в таблице 2:

Таблица № 2

Основные инвесторы муниципальных облигаций в США (млрд. долл., % от общего объема рынка)

Источник: The Bond Buyer 1998 Yearbook, New York, American Banker - Bond Buyer, стр.63-65.

В США сделки купли- продажи муниципальных облигаций, подобно сделкам с ценными бумагами- федерального правительства, происходят исключительно на внебиржевом рынке. Рынок, независимо от его размера, не считается ликвидным. Основная проблема - огромное количество эмитентов, число которых превысило 40 тыс. Поддержка вторичного рынка обеспечивается наличием института участников рынка, оказывающих брокерские услуги для других брокеров. Однако на вторичном рынке обращается лишь небольшое количество выпусков муниципальных бумаг. Разница между предлагаемыми ценами покупки и продажи обычно велика. Большинство частных инвесторов предпочитают покупать новые бумаги и держать их до погашения. Тем не менее, ежегодный объем вторичного рынка в 1,5 раза (по различным оценкам) превышает ежегодный объем новых эмиссий. В настоящее время в США планируется внедрение системы электронных торгов муниципальными облигациями.

В результате исследования был сделан вывод о том, что тип инструмента муниципального займа в США выбирается под влиянием трех групп факторов: макроэкономические параметры рынка долговых обязательств, предпочтения инвесторов, колебания уровня инфляции и рыночной процентной ставки на рынках долгосрочных и краткосрочных заимствований; законодательство, особенно региональное (штатное) и местное, регламентирующее процедуру осуществления займа, предельные размеры заимствований и их цели; федеральные и субфедеральные законы о налогообложении доходов по ценным бумагам. внутренние потребности и возможности эмитента долговых обязательств, от которых зависит объем, структура и форма выплат процентов и основной суммы долга и другие параметры займа.

Подводя итог, можно выделить основные черты, характеризующие рынок муниципальных ценных бумаг в США. Во-первых, выпуск облигаций играет доминирующую роль среди источников заимствования для региональных и местных органов власти. Во-вторых, для американского рынка характерно широкое разнообразие финансовых инструментов, которые удовлетворяют самые различные потребности штатов и муниципалитетов и развитость самого рынка. В-третьих, развитию рынка способствует льготное налогообложение муниципальных ценных бумаг. В-четвертых, быстро увеличивается объем застрахованных муниципальных займов. В-пятых, имеющие место дефолты по муниципальным ценным бумагам вызывают не свертывание рынка, а совершенствование порядка его функционирования и деятельности участников рынка.

В странах Западной Европы роль местных займов как источника финансирования была до недавнего времени весьма ограничена, однако в последние годы происходит их интенсивный рост.

В Германии правительства земель и местные органы власти заимствуют средства на рынке ценных бумаг, в основном, под долговые расписки. Эти бумаги приобретаются банками, которые затем в целях рефинансирования эмитируют собственные облигации.

В Германии еще в 1993 г. полностью отсутствовала задолженность муниципалитетов и земель по облигациям. Только с 1994 г. муниципальные займы начали выпускаться некоторыми восточными землями. Здесь контроль над всеми вопросами, касающимися деятельности региональных и местных органов власти, включая вопросы выпуска ценных бумаг, осуществляется ими самими и под собственную ответственность. Размещение займов федеральных земель осуществляется только в соответствии с их пятилетним финансовым планом. Одним из важнейших правил заимствования муниципалитетами является запрет на его осуществление с целью финансирования текущих расходов.

На начало 1998 г. объем находящихся в обращении муниципальных ценных бумаг составлял 123 млрд. немецких марок (около 76 млрд. долл.), что составляло немногим более 15 % общей суммы долга региональных и местных органов власти, равнялось примерно 12,5% объема рынка федеральных ценных бумаг в обращении и 4% от ВВП. Основным же источником заемных средств для региональных и местных органов власти являются банковские кредиты.

Рынок муниципальных ценных бумаг на 97% состоит из ценных бумаг, эмитированных правительствами земель (самых крупных административно-территориальных единиц Германии). Отличительной чертой рынка муниципального долга Германии является широко распространенная форма заимствований через долговые расписки - своеобразные передаточные векселя, которые обращаются на рынке и рассматриваются, таким образом, как часть облигационного рынка. На начало 1998 г. их доля среди ценных бумаг, выпущенных правительствами земель, составляла 87%, а среди ценных бумаг, эмитированных другими региональными и местными органами власти - более 98 %.

Во Франции на начало 1998 г. общий объем муниципального долга оценивался в 690 млрд. фр. франков (около 120 млрд. долл.) и составлял 23% от объема ценных бумаг центрального правительства в обращении и 8,4% ВВП. С 1994 г. объем новых эмиссий и количество эмитентов муниципальных ценных бумаг постепенно сокращается (6,9 млрд. фр. франков в 1993 г, 5,3 млрд. фр. франков в 1994 г., 2,4 млрд. фр. франков в 1995 г.). Это вызвано снижением потребности в заимствовании вследствие увеличения налогообложения на местном уровне, сокращением инвестиционных программ на фоне повышения процентных ставок.

К региональным и местным органам власти, осуществляющим эмиссию ценных бумаг, законодательство предъявляет следующие требования: - заимствование может иметь целью только финансирование инвестиций; выплата накопленного долга и покрытие текущих расходов не могут финансироваться выручкой от новых займов; суммы на погашение и обслуживание долга должны быть заложены в бюджет, при этом должен быть соблюден бюджетный баланс; - региональные и местные органы власти не могут предоставлять финансирование третьим лицам, однако они могут гарантировать займы под государственные проекты; - сумма ежегодных выплат по долгу вместе с суммой ежегодных выплат по предоставленным гарантиям не может превышать 50% операционных расходов бюджета.

При выполнении вышеперечисленных условий региональные и местные органы власти могут осуществлять заимствования без получения разрешения со стороны центрального правительства.

Контроль центральных органов власти над административными и финансовыми вопросами региональных и местных органов власти не осуществляется. Начиная с 1982 г., государство, однако, имеет на местном уровне своего специального представителя или управляющего (prefet), в обязанности которого входит обеспечение соответствия финансовой и законодательной деятельности муниципалитетов действующему государственному законодательству. Управляющий не имеет исполнительной власти, права отменять или не одобрять законодательные акты региональных и местных органов власти. В оговоренных законом случаях он может выносить на рассмотрение Региональной палаты (Chambres Regionales des Comptes) определенные вопросы, касающиеся деятельности муниципалитетов. Решения Палаты являются обязательными для исполнения.

Законодательство Франции в области банкротства исключает государственные структуры, в том числе региональные и местные органы власти, из сферы своего действия. Как следствие, в случае невыполнения муниципалитетами своих финансовых обязательств принадлежащие им активы не могут быть переданы кредиторам. В то же время муниципальные органы власти обязаны выполнять все свои обязательства, включая обязательства по эмитированным облигациям. С другой стороны, центральное правительство не гарантирует обязательств муниципальных органов власти.

В то время как риск полной потери вложенных в муниципальные ценные бумаги средств является незначительным, существует определенный риск того, что исполнение обязательств каким-либо муниципальным органов будет задержано. Это связано с тем, что несмотря на то, что долговые обязательства (как по выплате основной сумму долга, так и по выплате процентов) рассматриваются в качестве обязательных расходов для муниципалитетов и должны быть заложены в их бюджетах, законодательство Франции не устанавливает временные рамки осуществления обязательных расходов. Кроме того, к последним относятся еще некоторые статьи расходов, такие как, например, выплата заработной платы работникам бюджетной сферы. Как следствие, исполнение долговых обязательств может затянуться на достаточно продолжительный период времени. Существует следующая статистика по случаям задержки выполнения долговых обязательств муниципалитетами за период с 1988 по 1998 г.: около 55% просроченных платежей были задержаны на срок до 3 месяцев, а 35% - в среднем на срок 9 месяцев.

В Италии, наоборот, переживают бум муниципальных займов. И это происходит на фоне волны банкротств итальянских муниципалитетов: в 1992 г. Неаполь не справился с выплатами по своим долгам, которые достигли 2 трлн. лир., к концу 1996 г. обанкротились 409 муниципалитетов.

В Великобритании облигации местных органов власти не получили широкого распространения, так как центральное правительство резко ограничило возможности муниципалитетов в области заимствования. Для каждого муниципалитета объем заимствований лимитируется величиной, установленной так называемым «основным кредитным соглашением» и представляющей собой разницу между оцениваемыми центром будущими капитальными расходами и доходами данного муниципалитета. В пределах данной величины региональные и местные органы власти вправе занимать средства из любых источников. В настоящее время около 80% общего объема их заимствований осуществляется через специальный государственный орган -Кредитный департамент, который, в свою очередь, занимает средства у Национального Кредитного Фонда. Возможность занимать необходимые денежные средства на длительные сроки и под выгодные проценты через Кредитный Департамент объясняет отсутствие интереса региональных и местных органов власти к долговым ценным бумагам. Объем рынка муниципальных облигаций Великобритании снижался быстрыми темпами до середины 90-х годов, причем с начала 80-х до 1994 г. новых эмиссий не осуществлялись вообще. Большая часть облигаций в настоящее время выпускается сроком на 1 год и имеет фиксированную процентную ставку с выплатой процентов 2 раза в год.

В целом, для европейских стран характерно то, что выпуском облигаций обеспечивается лишь незначительная часть муниципальных заимствований. Это объясняется следующими причинами. Во-первых, банковское кредитование традиционно удовлетворяет основную часть потребностей муниципалитетов в заемных средствах, предлагая им привлекательные условия кредитования. Во-вторых, объемы заемных средств, в которых испытывают потребность большинство региональных и местных органов власти, не достаточно велики, чтобы эффективно использовать такой финансовый инструмент, как долговые ценные бумаги. В-третьих, отсутствуют налоговые льготы в отношении муниципальных долговых ценных бумаг в отличие от рынка муниципального долга США.

Вместе с тем в экономически развитых европейских странах существует тенденция все более активного выхода региональных и местных органов власти на рынок муниципальных облигаций. Эта тенденция связана, во-первых, с усилением потребности большинства региональных и местных органов власти в заемных денежных средствах, во-вторых, с появлением новых возможностей для более эффективного заимствования на рынке капитала в Европе, в том числе в связи с созданием Европейского Валютного Союза.

Для Японии характерно чрезвычайно жесткое регулирование эмиссионной деятельности административно-территориальных единиц государства со стороны центрального правительства. Законодательство допускает размещение долговых ценных бумаг публичное и «непубличное» (по закрытой подписке). В Японии облигации, эмитируемые префектурами и муниципалитетами, также как и облигации японского правительства, относятся к разряду публичных облигаций (public bonds). По способу размещения они подразделяются на три основные группы: публично размещаемые облигации, подписчиками по которым выступают компании и банки - профессиональные участники рынка ценных бумаг -которые, в свою очередь продают их инвесторам; непублично размещаемые облигации - облигации, которые размещаются по подписке среди ограниченного круга финансовых институтов; компенсационные облигации - размещаются среди землевладельцев в качестве компенсации стоимости земли, купленной у них властями. К органам власти, размещаемым свои ценные бумаги публично и по закрытой подписке, предъявляются различные требования. Правом выпускать публично размещаемые облигации (public offered bonds) обладают только хорошо известные эмитенты, имеющие длительную кредитную историю и хорошие перспективы для размещения непубличных облигаций. Существует всего 23 территории, отвечающих данным требованиям: Токийская метрополия, 12 префектур и 10 муниципалитетов. Контроль за выпуском таких облигаций осуществляется Министерством внутренних дел Японии. Кроме того, эти займы ограничены по объему. Условия эмиссий одинаковы для всех 23 эмитентов. Прежде чем размещать облигационный заем местные органы власти должны получить разрешение местной ассамблеи и одобрение Министра внутренних дел, который согласует свое решение с Министром финансов.

Выпуски облигаций осуществляются под: правительственные фонды; частные фонды; фонды публичных финансовых институтов.

До 1992 г. все публично размещаемые муниципальные облигации эмитировались с обязательным созданием фонда погашения (sinking fund). Это предполагает, что эмитент по истечении оговоренного периода обязуется досрочно осуществлять погашение определенных долей выпуска. Досрочное погашение осуществляется по номинальной стоимости облигаций. С начала 1992 г. муниципальные облигации эмитируются с условием досрочного погашения части или всего выпуска «в любое время» (callable at any time). Досрочное погашение в данном случае производится по цене, немного превышающей текущую рыночную стоимость облигаций. Тем не менее, вероятность досрочного погашения «в любое время» является очень невысокой, поскольку оно не привлекательно для инвесторов, и, помимо этого, на него требуется специальное разрешение Министерства Финансов Японии.

Облигации, размещаемые не публично (privately placed bonds) выпускаются почти всеми региональными и местными органами публичной власти, включая округа токийской метрополии. Многие из таких выпусков являются незначительными по объему и размещаются среди ограниченного круга специальных подписчиков. Условия выпуска таких облигаций, как правило, идентичны условиям выпуска публично размещаемых облигаций с незначительными корректировками для каждого эмитента. Вторичный рынок таких облигаций весьма ограничен.

В 90-е годы около 95 % всех выпусков муниципальных бумаг в Японии проводились в форме публичного размещения.

Основными инвесторами в муниципальные облигации являются банки и паевые фонды государственных ценных бумаг. Это объясняется традиционно развитыми отношениями на рынке заемного капитала этих групп инвесторов с властями крупных городов и муниципалитетов. Доля индивидуальных инвесторов очень небольшая - менее 5%.

На начало 1998 г. общий объем муниципальных ценных бумаг Японии, находящихся в обращении, оценивался в 41 трлн. йен (около 310 млрд. долл), что составляло 17% объема ценных бумаг центрального правительства и 13% ВВП (на начало 1997 г.). Основными целями эмиссии муниципальных облигаций является финансирование сфер строительства образования. сельского хозяйства, борьбы со стихийными бедствиями и сферы коммунальных услуг.

Обобщая опыт развитых зарубежных стран в области регулирования выпуска долговых ценных бумаг их административно - территориальными единицами, можно выделить следующие основные ограничения эмиссионной деятельности и требования , предъявляемые к заемщикам: право выпуска публично размещаемых ценных бумаг предоставляется только хорошо известным заемщикам, имеющим длительную кредитную историю, в том числе опыт выпуска долговых обязательств, размещаемых по закрытой подписке; заимствования субъектов государств и муниципалитетов на внешнем рынке в большинстве стран законодательно запрещены или ограничены; - размер публичного долга органичен определенным процентом от общей стоимости налогооблагаемой собственности; финансирование текущих расходов за счет привлеченных ресурсов запрещено, заимствования могут осуществляться только с целью финансирования инвестиционных проектов; для большинства экономически развитых страх характерно жесткое регулирование эмиссионной деятельности административно-территориальных единиц государств со стороны центрального правительства. Эмитент отвечает по выпущенным долговым обязательствам своим бюджетом и всем принадлежащим ему имуществом. Расходы на погашение и обслуживание долга должны быть предусмотрены в его бюджете на соответствующий год. Тем не менее, если субъект государства или муниципалитет оказались неплатежеспособными, центральное правительство всегда приходит на помощь.

Обобщая практику выпуска и организации рынка долговых ценных бумаг субъектов государства, можно выделить следующие основные факторы, влияющие на степень доступа нецентральных органов власти на финансовый рынок и условия заимствования.

1. Как показывает практика организации муниципальных заимствований, существуют существенные различия в этой организации в различных странах. Эти различия, в первую очередь, объясняются различиями в национальном законодательстве, а также структуре властной вертикали, где первостепенное значение приобретают властные полномочия в этой вертикали. Вместе с тем, можно выделить и общие черты в практике организации муниципальных заимствований. Так во всех странах, власти более высокого уровня стремятся контролировать процесс заимствования, требуя для этого соответствующей отчетности от нижестоящего бюджета - заемщика. В то же время власти более высокого уровня, как правило, не склонны давать какие-либо гарантии в отношении бюджета - заемщика более низкого уровня. Участники рынка в неявном виде предполагают такую ответственность и реализуется она в различных формах в зависимости от традиций страны.

2. При любом способе первичного размещения муниципальных облигаций в США, Германии и Японии это размещение происходит при посредничестве инвестиционных или коммерческих банков, которые выступают, как правило, и в роли консультантов при планировании размещения выпуска. В Германии, где очень велика роль банков в процессе организации и регулирования фондового рынка, банки вместе с эмитентом готовят проспект эмиссии, осуществляют рефинансирование муниципальных долгов, выпуская собственные облигации. Это избавляет рынок муниципальных облигаций от большого количества эмитентов и делает его более ликвидным.

Муниципальные ценные бумаги в США, Германии и Японии обращаются на внебиржевом рынке. Основными операторами этого рынка являются брокеры-дилеры и банки. В Германии все государственные и большинство банковских облигаций имеют листинг на биржах.

Основными инвесторами на рынке муниципальных облигаций США и Германии являются частные лица и при проектировании новых выпусков облигаций именно их интересы необходимо учитывать для успешного размещения выпуска. Большинство инвесторов покупает новые облигации и предпочитает держать до погашения, что позволяет сделать вывод об их финансовой привлекательности и высокой степени доверия к эмитенту.

В таблице 3 представлены особенности выпуска долговых ценных бумаг в ведущих странах на этом сегменте рынка капиталов. \*) + - наличие; - - отсутствие.

В России право эмитировать долговые ценные бумаги имеют и центральное правительство, а также правительство субъектов РФ и муниципальных образований. Размещение долговых ценных бумаг указанных эмитентов осуществляется на бирже и вне ее, как при помощи посредников -профессиональных участников рынка ценных бумаг, так и на условиях комиссии ведущими менеджерами займов.

В России так же, как и в анализируемых странах имеются законодательные ограничения по объему выпускаемых долговых ценных бумаг. По сравнению с другими странами государственное регулирование в указанной сфере может быть определено как жесткое. При этом влияние саморегулируемых организаций несущественное, так как они находятся в процессе становления и не пользуются достаточным авторитетом.

В отличии от ведущих западных стран в России выпуск облигационных займов не ограничен наличием инвестиционных целей займов.

Российские займы в основном кратко- и среднесрочные. Еще одним отличием выпуска долговых ценных бумаг является налоговое обложение доходов по облигациям, что снижает их привлекательность для инвесторов.

1.3. Российские особенности привлечения финансовых средств в форме облигационных займов

Заимствование путем выпуска долговых ценных бумаг стало одним из основных инструментов финансово-бюджетной политики для значительного числа регионов и муниципальных образований в России.

Первые долговые ценные бумаги субъектов РФ появились на российском финансовом рынке в 1992 г. Поквартальный максимум регистрации новых выпусков облигаций регионов России был зафиксирован в III квартале 1997 г., что было вызвано в значительной мере запретом эмиссии субъектами РФ векселей . Финансовый кризис в конце 1997 г. повлек за собой снижение числа регистрируемых выпусков, что, тем не менее, не отразилось на их номинальных объемах. Рост количества выпусков в период 1992 - 1997 гг. сопровождался увеличением их суммарного номинального объема. К настоящему времени эмиссию облигаций и краткосрочных финансовых обязательств осуществили более 80 субъектов РФ и около 50 муниципальных образований.

По количеству займов субъекты РФ занимают традиционно высокий удельный вес в общем количестве займов по сравнению с муниципальными образованиями - более 95% за период 1995 - 1997 гг. В течение IY квартала 1998 г. - 4 месяцев 2000 г. Министерством финансов РФ зарегистрировано 38 условий эмиссии финансовых обязательств российских регионов и городов, 30 из них эмитентами являются субъекты РФ. Это объясняется их большими налогово-бюджетными полномочиями, уровнем финансовой обеспеченности, а также большими потребностями в привлечении средств. В таблице 3 представлены объемы эмиссии облигационных займов регионов и муниципальных образований РФ.

Указом Президента РФ от 11 марта 1997 г и Федеральным Законом от 11 марта 1997 г. № 48-ФЗ «О переводном и простом векселе»

Таблица 4

Объемы эмиссии финансовых обязательств регионов и муниципальных образований в 1992 - 1998 г.

Как показал анализ, в 1997 г. номинальный объем выпуска облигаций субъектов РФ увеличился почти в 2,5 раза по сравнению с итогами 1996 г. Объем внутренних облигационных займов в 1997 г. проходил в условиях стабильной конъюнктуры российского рынка ценных бумаг, достаточно низкой инфляции (около 12% в год), роста ВВП (+ 0,4%) и роста промышленного производства ( + 1,9%) в стране. В этом же году субъекты РФ впервые вышли на международный рынок заимствований.

Основными заемщиками на рынке региональных ценных бумаг стали наиболее развитые в экономическом отношении субъекты РФ. Крупнейшими эмитентами долговых ценных бумаг являются Санкт-Петербург, Москва, Республики Татарстан и Саха-Якутия, Оренбургская и Омская области.

Особенности российской действительности таковы, что международные нормы привлечения заемных средств здесь трансформированы с учетом традиций страны, ее исторического пути. Это касается сроков, источников и форм привлечения займов, направления использования заемных средств, порядка их погашения.

Сроки привлечения займов

Анализ размещения субфедеральных займов в 1997 г. - в год максимальной заемной активности показал, что они представлены кратко- (до 1 года) и среднесрочными (1-5 лет) выпусками; долгосрочные займы не получили заметного распространения.

Из 30 зарегистрированных в октябре 1998 г. - апреле 2000 г. условий эмиссии по показателю срочности займы представлены следующим образом: 10 краткосрочных - до 1 года, 18 - среднесрочных - от 1 до 5 лет и только 2 предусматривают привлечение ресурсов на срок более 5 лет.

Таблица 5

Соотношение кратко-, средне- и долгосрочных займов по количеству выпусков

Источники: Минфин. ФКЦБ.

Преобладание кратко- и среднесрочных выпусков объясняется использованием заемных средств в основном на покрытие дефицита бюджета и устранения кассовых разрывов. Так, на эти цели в последние годы было выпущено более 50% облигаций; почти 40% эмиссий предусматривают привлечение средств для реструктуризации кредиторской задолженности перед бюджетными организациями и по ранее выпущенным облигациям.

Долгосрочные облигации выпускаются преимущественно для привлечения ресурсов на финансирование особо значимых на региональном уровне инвестиционных проектов. Таких условий эмиссий за октябрь 1998 г. - апрель 2000 г. зарегистрировано 3, в том числе 1 - для реализации жилищных программ. Эмитенты - Минфин Чувашской Республики и Правительство Москвы.

Преобладание кратко- и среднесрочных выпусков обусловлено также: трудностями конструирования займов на длительную перспективу в связи с неустойчивостью финансово-экономической ситуации в стране и высоким и колеблющимся уровнем инфляции; «пробным» характером большинства займов, выпускаемых новыми эмитентами, не имеющими опыта размещения, обслуживания и погашения долговых рыночных инструментов.

При этом существует и законодательное ограничение срока займов. Согласно Бюджетному кодексу субъекты РФ могут выпускать долговые ценные бумаги на срок не более 30 лет.

Остановимся на наиболее распространенных в России видах займов.

Займы по типу ГКОУОФЗ.

Займы этого типа по механизму выпуска и размещения, а также организации вторичного рынка повторяют федеральные ГКО и ОФЗ. Облигации являются именными ценными бумагами, выпускаются в обращение в бездокументарной форме. Размещение их производится отдельными сериями (траншами) в форме аукциона через биржевые торговые системы.

Это краткосрочные займы (обычно до 1 года), предназначенные для покрытия кассовых разрывов при исполнении бюджета и финансирования дефицита бюджета. Иногда они могут использоваться для рефинансирования долга, т.е. средства, полученные от размещения новых облигаций, направляются на погашение более ранних выпусков.

Займы, аналогичные ГКОЮФЗ в 1997г. составили 31,3 % от общего числа зарегистрированных выпусков и 69,04% от общего номинального объема эмиссии субфедеральных и муниципальных займов. В настоящее время обязательства подобного типа выпускаются Москвой, Санкт-Петербургом, Республикой Татарстан, Свердловской, Челябинской, Новосибирской, Иркутской, Волгоградской, Пермской, Московской областями и др. регионами.

Исполнительными органами субъектов РФ выпускаются целевые облигационные займы, как для осуществления тех или иных социальных программ, так и для финансирования инвестиционных проектов в промышленности или других секторах народного хозяйства.

Жилищные займы ориентированы на население, проживающее на территориях эмитента - органа исполнительной власти. Жилищные займы выпускаются в целях попытки организации долгового финансирования капитальных вложений по двум направлениям: строительства и\или покупки жилья, а также для реконструкции и развития инженерной инфраструктуры в районах жилой застройки.

В первом случае, облигации, по существу, играют роль жилищных сертификатов. Решение первой проблемы в будущем связано с развитием ипотечного кредитования населения, второй — с выпуском доходных облигаций под инвестиции в объекты инженерной инфраструктуры — сети водоснабжения, канализации, теплоснабжения и т.д. Жилищные облигации выпускаются в небольших объемах и удостоверяют внесение их владельцами средств на строительство определенной площади жилья. Номинал облигаций может быть выражен в рублях и единицах общей площади жилья. В большинстве случаев облигации таких займов процентные, гасятся в течение нескольких лет либо жилой площадью, либо денежными средствами. Погашение займов, как правило, гарантируется общей площадью жилья, строящегося по заказу администраций субъектов РФ, а также другим имуществом и средствами бюджета эмитента. Доход выплачивается единовременно вместе с погашением облигаций. Есть случаи выпуска выигрышных облигационных жилищных займов. По таким облигациям выплачиваются проценты, а также проводятся розыгрыши квартир.

Как правило, нет юридической проработки механизма реализации муниципальной недвижимости в случае невозможности погасить заем построенным жильем. Не проработан механизм погашения займов денежными средствами.

Жилищные займы выпускались администрациями Нижегородской области, Краснодарского края и рядом других областей и регионов.

Доля жилищных облигаций, составлявшая, по данным группы мониторинга фондового рынка ФКЦБ, 10% от совокупного номинала эмиссии региональных и муниципальных выпусков с 1992 г. по I квартал 1997 г., снизилась до 0,5 % в 1997 г.

Другой вид целевых заимствований для осуществления социальных программ - так называемые телефонные займы. Например, выпуск Нижегородской областью государственного телефонного займа в соответствии с президентской программой «Российский народный телефон» (Указ Президента РФ от 11.01.95 N 31). Покупку облигаций данного займа фактически можно рассматривать как предоплату АООТ «Связьинформ» за установку телефона в Нижегородской области. Облигации можно было погасить в денежной форме по номинальной стоимости плюс процентный доход за время обращения облигации или обменять на установку телефона. Средства от размещения облигаций планировалось использовать на реконструкцию существующих и строительство новых АТС, развитие и внедрение телекоммуникационных услуг.

Есть примеры выпуска облигаций администрациями субъектов РФ для реализации конкретных инвестиционных проектов на основных промышленных предприятиях соответствующего региона. Так, Правительством Республики Мордовия в 1996 г. выпущен Первый республиканский заем Республики Мордовия в размере 50 млрд. рублей для финансирования двух проектов, включенных в Федеральную программу «Экономического и социального развития Республики Мордовия на 1996-2000 годы».

Администрацией Владимирской области в 1995 г. была предпринята попытка размещения облигационного займа для финансирования инвестиционных программ на одном из крупных предприятий области -приватизированном АО «Владимирский тракторный завод» (АО «ВТЗ»). 50% средств от реализации займа предполагалось предоставить в качестве инвестиционного кредита АО «ВТЗ», 50% средств - аккумулировать в резервном фонде с целью обеспечения гарантий выплаты доходов и погашения займа.

Облигации, выпущенные для реструктуризации задолженности субъектов федерации перед РФ по товарному кредиту 1996 г. («сельские» облигации) -это облигации субъектов федерации, выпущенные для реструктуризации их задолженности перед федеральным бюджетом по товарному кредиту, полученному сельхозпроизводителями в 1996 г., - так называемые «сельские» или агрооблигации.

В отличии от всех других типов облигационных займов, выпускающихся для покрытия дефицита бюджета или финансирования конкретных программ и проектов, выпуск агрооблигации представляет собой оформление в рыночные долговые инструменты уже существовавшего долга субъектов РФ по выданным гарантиям за предприятия агропромышленного комплекса.

Погашение задолженности федеральному бюджету осуществлялось путем передачи облигаций в собственность РФ в лице Министерства финансов РФ на сумму задолженности. Облигации принимались в зачет по номинальной стоимости независимо от цены их последующей реализации на аукционах Министерством финансов РФ. Средства, вырученные от продажи облигаций, направлялись в специальный фонд для кредитования организаций агропромышленного комплекса на льготных условиях.

Форма выпуска, номинал облигаций, сроки погашения, величина и периодичность выплаты купонного дохода были установлены централизованно едиными для облигаций всех регионов.

Облигации являются именными ценными бумагами и выпускаются в бездокументарной форме с депонированием глобальных сертификатов в уполномоченном депозитарии. Номинальная стоимость облигаций установлена в размере 10 млн. рублей (в неденоминированных рублях). Облигации выпускались на срок не более трех лет траншами, подлежащими погашению в первый год - 33%, во второй год - 33%, в третий год - 34% от суммарного объема выпуска. По облигациям уплачивается купонный доход в размере 10% годовых на номинальную стоимость облигаций в рублях. Выплата купонного дохода производилась, как правило, ежегодно.

Из общей суммы непогашенной задолженности по товарному кредиту 1996 г. по состоянию на 1 июля 1998 г. 92,6% общей суммы задолженности погашено именно путем выпуска облигаций.

К 1 января 2000 г. не урегулированы или урегулированы лишь в незначительной мере агрозаймы республик Адыгея, Алтай, Калмыкия, Ставропольского и Алтайского краев, а также Новосибирской, Калужской, Ивановской, Липецкой, Тверской, Амурской, Нижегородской, Кемеровской, Саратовской и Пензенской областей. С соблюдением всех условий эмиссии агрооблигации погасили только Чувашская республика. Красноярский край и Хабаровский край, Калининградская и Вологодская области.

Реструктуризация задолженности субъектов Российской Федерации по товарному кредиту 1996 года путем выпуска ценных бумаг осуществлялась под давлением Министерства финансов РФ без должного анализа возможностей субъектов РФ погасить облигационные займы за счет собственных источников. Это привело к тому, что субъекты РФ испытывают серьезные трудности с исполнением обязательств по обслуживанию и погашению долга по облигациям.

По аналогичной схеме выпущены и размещены "энергетические" облигации двух субъектов РФ, эмитированные для реструктуризации задолженности перед федеральным бюджетом предприятий топливно-энергетического комплекса по кредитам, гарантированным региональными бюджетами.

Внешние займы

Небольшая емкость внутренних рынка капиталов и денежного рынка в сочетании с дороговизной предлагаемых ресурсов и неготовностью инвесторов к долгосрочным вложениям определяла выход регионов на международный финансовый рынок. Международные рынки привлекают российских эмитентов, в том числе субъектов РФ, несоизмеримо большими объемами спроса, относительной дешевизной ресурсов (по сравнению с российским рынком, особенно до финансового кризиса августа 1998 года) и более длительными сроками инвестиций. Нельзя сбрасывать со счетов еще один важный побудительный мотив к выходу субъекта РФ на внешний рынок, а именно создание инвестиционного имиджа региона. Выпуск еврооблигаций может дать ряд косвенных выгод, прежде всего — привлечение инвесторов в регион. Для размещения облигаций на внешнем рынке субъект РФ получает кредитные рейтинги международных рейтинговых агентств. К потенциальному заемщику предъявляются строгие требования, что вынуждает его проводить ряд мероприятий для оздоровления финансов региона. Наличие у региона такого кредитного рейтинга и статуса заемщика на международном рынке привлекает внимание стратегических инвесторов к инвестиционным проектам в этом регионе. В 1997-1998 годах облигационные займы на международном рынке разместили три региона - это Москва, Санкт-Петербург и Нижегородская область. Эти займы характеризуются следующими параметрами, представленными в таблице 6.

Таблица 6. Внешние займы РФ

Аккуратность исполнения обязательств по внешним займам субъектами РФ влияет на кредитный рейтинг страны, а значит - на стоимость обслуживания внешнего долга.

Вследствие резкого снижения кредитного рейтинга России и, соответственно, ее регионов, удорожания обслуживания валютных займов и новых трудностей с исполнением бюджетов субъектов РФ от подобных планов пришлось пока отказаться. Объем инвестиций в Россию органичен, и выходя на международный финансовый рынок, федеральное правительство оставляет приоритет за собой.

Проблема исполнения субъектами РФ обязательств по долговым ценным бумагам является ключевой в сценарии привлечения и использования заемных средств.

В отличие от центра субъекты РФ не могут использовать денежную эмиссию для погашения своего долга. Поэтому в распоряжении региональных властей остаются следующие источники погашения займов: - налоги и сборы, собираемые на территории региона и поступающие в бюджет данного субъекта; доходы от использования имущества, находящегося в собственности субъекта РФ, в том числе ценных бумаг предприятий; доходы от объектов, профинансированных за счет средств займа в случае целевых займов; - возврат кредитов, выданных за счет средств займа для инвестиций в конкретные объекты, и выплата процентов по ним; трансферты из вышестоящего бюджета; новые займы, кредиты или увеличение задолженности по финансированию запланированных (заложенных в бюджете) бюджетных расходов.

Последние два источника не должны использоваться для погашения займов субъектами РФ (за исключением реструктуризации задолженности путем выпуска новых займов), однако теоретически, и, как свидетельствует опыт нашей страны, фактически, это возможно.

До августа 1998 г. облигации, выпускаемые регионами по собственной инициативе, как правило, своевременно и в полном объеме обслуживались и гасились.

После объявления дефолта по ГКО в августе 1998 г. о принудительной реструктуризации своих облигаций, принадлежащих юридическим лицам, объявили Республика Татарстан (торги прекращены с 19 августа 1998 г.) и Новосибирская область (торги прекращены 25 августа 1998 г.). Затем в течение сентября - октября произошел дефолт по облигациям Республики Саха (Якутия), Свердловской, Оренбургской, Липецкой, Иркутской, Новгородской и Омской областей. В середине октября Ленинградская область, объявив дефолт по своим облигациям, в течение двух недель выкупила их у владельцев со значительным дисконтом на добровольной основе. Из 12 эмитентов, чьи облигации погашались после 17 августа, лишь один - Красноярский край - сумел полностью расплатиться с инвесторами. Кроме того, в сентябре 1998 г. не был допущен дефолт по "энергетическим" облигациям Приморского края и Хабаровского края.

Москва добилась реструктуризации своего внутреннего долга и, как следствие, отсрочки исполнения обязательств без объявления дефолта, путем переговоров с инвесторами. В общей структуре источников погашения внутренних финансовых обязательств 17% погашено из средств бюджета столицы, 83% (4,7 млрд. руб.) - из средств финансовых фондов инвестиционно-заемной системы. В том числе погашено денежными средствами 55% долга, реструктуризировано в ценные бумаги и кредиты - 20% финансовых обязательств, зачтено городом в качестве налогов и задолженности — 18% внутреннего долга .

На сегодняшний день имеется факт неисполнения обязательств по обслуживанию и погашению еврооблигаций Нижегородской области. Администрация области обратилась к кредиторам с просьбой реструктурировать долг.

Тумасянц СМ. «Российский и международный опыт заимствований инвестиционной направленности и реструктуризации финансовых обязательств».„ журнал «Городская собственность», №11. 2000 г.

Вышеприведенные факты позволяют говорить о кризисе платежеспособности большинства российских регионов.

Проблемы с управлением долгом и исполнением региональных бюджетов возникли, конечно, не за один день. Однако объявление дефолта по российским внутренним долговым обязательствам и резкое снижение ликвидности банковской системы оказало единовременное негативное влияние на кредитоспособность субъектов РФ, поскольку: вследствие отсутствия спроса и резкого падения цен на региональные бумаги практически невозможно стало рефинансирование имеющегося долга за счет новых заимствований на рынке ценных бумаг; банки задерживали или просто не осуществляли платежи в региональные бюджеты; большая часть или даже вся сумма резервных фондов, предназначенных на обслуживание и погашение долговых обязательств регионов, была размещена в федеральные ценные бумаги; - задержалось перечисление трансфертов регионам из федерального бюджета.

Нельзя сбрасывать со счетов и такой субъективный фактор, как нежелание руководителей правительств (администраций) регионов исполнять финансовые обязательства в то время, как федеральное правительство отказалось обслуживать и погашать свой долг.

В настоящее время лишь несколько наиболее сильных регионов могут позволить себе продолжать заимствования на фондовом рынке. Наибольшей эмиссионной активностью выделяется Санкт-Петербург. Его долговые обязательства имеют наибольшую ликвидность среди ценных бумаг российских регионов. Он является крупнейшим среди российских регионов и муниципалитетов на внутреннем рынке - объем долга в ценных бумагах на 01.01.2000 г. составил 3 млрд. 440 млн. рублей. За ним следует Москва -внутренний долг в ценных бумагах на 01.01.2001 г. составил 617 млн. рублей.

Обобщая имеющуюся практику формирования рынка региональных займов в России можно сделать вывод, что выпуск и размещение долговых ценных бумаг позволяет субъектам РФ решать следующие задачи: - смягчения последствий нерегулярного поступления доходов в бюджет и ликвидации кассовых разрывов; - финансирования дефицита и привлечения значительных финансовых ресурсов для покрытия расходов бюджета без увеличения налоговой нагрузки на предприятия и население региона; - снижения инвестиционной нагрузки на региональный бюджет, финансирования социально значимых проектов и программ регионального уровня; - отработки элементов долгосрочной эмиссионной программы и технологии выпуска и размещения ценных бумаг, завоевание доверия инвесторов; - формирования региональных рынков ценных бумаг, создавая предпосылки для развития инфраструктуры фондового рынка на местах, способствуя созданию сети инвестиционных институтов.

Сравнительный анализ развития рынка Российских субфедеральных и муниципальных облигаций позволил выявить следующие характеристики, имеющие значение для дальнейшего исследования.

До августа 1998 года, несмотря на то, что общая ситуация на российском финансовом рынке отличалась нестабильностью, высокими и меняющимися темпами инфляции, неготовностью инвесторов к долгосрочным вложениям и недоверием к властям, имело место дальнейшее поступательное развитие данного сегмента фондового рынка. Наиболее сильные и реформаторски настроенные субъекты РФ вышли на международный рынок заимствований, несмотря на относительно скромный удельный вес муниципальных облигаций в структуре российского фондового рынка.

Имело место преобладание облигационных займов, аналогичных ГКО/ОФЗ, имеющих неинвестиционный характер и предназначенных для балансирования региональных бюджетов. Наряду с этим, следует отметить экспериментальный характер большого числа займов, это в известной степени предопределило возможные направления использования средств, небольшие объемы выпусков, а также короткие и средние сроки заимствований;

Целевые займы для финансирования социальных программ или инвестиционных проектов в промышленности не получили распространения из-за недостаточной проработанности предлагаемых к финансированию проектов и слабым экономическим обоснованием (или его отсутствием) эмиссии долговых ценных бумаг, отсутствием увязки условий заимствования с параметрами инвестиций, осуществляемых за счет привлеченных средств.

Общим явлением в этот период являлось то, что имела место плохая информационная обеспеченность выпусков облигаций при его подготовке и в этой связи неподготовленность рынка, в результате чего отмечалась низкая ликвидность данных ценных бумаг и увеличение стоимости заимствований.

Финансовый кризис 1998 года в результате катастрофического падения уровня налоговых сборов, кризиса банковской системы, резкого изменения курса рубля по отношению к доллару внес свои коррективы в дальнейшее развитие этого сегмента рынка. Характерным стало: невыполнение обязательств регионами, что обесценило их долговые ценные бумати и лишило эти субъекты РФ возможности осуществлять заимствования на внешнем и внутреннем фондовых рынках, по крайней мере, на ближайшее время; свертывание программ выпуска облигационных займов многими регионами, концентрация усилий на погашении находящихся в обращении долговых ценных бумаг; реструктуризация финансовых обязательств некоторыми эмитентами; возврат к использованию долговых ценных бумаг регионов в качестве средства платежа, иными словами, превращение в денежные суррогаты.

Проведенный анализ выявил три основные проблемы в осуществлении субъектами РФ заимствований на рынке ценных бумаг.

Определение необходимых экономических и правовых условий (или требований), позволяющих российским регионам выходить в качестве заемщика на рынок ценных бумаг, включая повышение ответственности органов исполнительной власти российских регионов за экономическое обоснование выпуска долговых ценных бумаг и привлечение ресурсов различных инвесторов, в том числе, населения.

Выбор оптимальных форм первичного размещения и организации рынка долговых ценных бумаг субъектов РФ, которые позволят: - дать органам исполнительной власти эффективный инструмент привлечения ресурсов на финансовом рынке, снизить стоимость и увеличить срок заимствований; ограничить доступ к широкому кругу инвесторов, эмитентов, не имеющих репутации надежного заемщика и длительной кредитной истории; для эмитентов, доказавших свою кредитоспособность, обеспечить доступ к различным категориям инвесторов и сформировать ликвидный вторичный рынок.

3. Необходимость повышения кредитоспособности эмитента - субъекта РФ. Решению данных проблем посвящены главы 2 и 3 настоящей работы.

## Экономическая наука о необходимости государственного заимствования

Напрямую выполнение государством функции распределения дохода не ведет к необходимости заимствований. Однако, если поступления налогов и иных доходов бюджета недостаточны для финансирования необходимых (определенных законодательной властью страны) государственных расходов, тогда требуется перераспределения дополнительных финансовых ресурсов путем государственных заимствований. Нецентральные органы власти могут либо получать недостающие средства из денежных фондов (бюджетных и внебюджетных) государства, либо осуществлять заимствования на рынке.

Следующая экономическая функция государства - стабилизация. Политика стабилизации заключается в проведении органами государственной власти некоторых мер с целью достижения желаемых макроэкономических показателей. С помощью налоговой системы, интервенций на валютном и финансовом рынке, управления денежной массой правительство стремится достигнуть экономического роста, высокой занятости, выбранных уровня инфляции и валютного курса.

Выполнение нецентральными органами власти функции стабилизации является предметом научной дискуссии. Изначальное, кейнсианское, видение политики стабилизации заключалось в том, что выполнение этой функции должно быть централизовано. Чтобы стабилизационная политика оказывала необходимый эффект на выбранные макроэкономические показатели, требуется концентрация финансовых ресурсов в руках центрального правительства, что обеспечивается усилением централизации власти и увеличением доли государственного сектора экономики. Такая тенденция наблюдалась, например, в США в I половине XX века, где доля федерального правительства в общих государственных расходах выросла с 35% в 1902 г. до 72% в 1952 г., в то время как доля местных властей за этот период снизилась с 55% до 15%.

Неудачи кейнсианских методов управления экономикой в 70-е годы и последовавший приход к власти в ряде ведущих стран неоконсервативных правительств привели к снижению роли государственного сектора и децентрализации государственной власти. Процесс бюджетной децентрализации соответствовал движению этих стран в сторону ценностей свободного рынка. В этом контексте правительства регионов и органы управления муниципалитетов играют, в своем роде, роль фирм, обеспечивающих предложение местных общественных благ, и конкурируют за домашние хозяйства, которые выступают в качестве потребителей. Децентрализация обеспечивает широкий выбор общественных благ и два вида сигналов выражения потребителями своих предпочтений: голосование внутри юрисдикции и миграция между юрисдикциями. Можно сказать, что децентрализация представляет собой рыночную модель государственного управления.

Децентрализация привела к усилению финансовой мощи и финансовых возможностей нижестоящих органов власти и росту их влияния на макроэкономические процессы. Соответственно возросло влияние деятельности региональных и местных властей на стабилизационную политику центрального правительства. В ряде случаев политические мотивы усиливают стремление финансово сильных регионов проводить самостоятельную стабилизационную политику.

Иллюстрацией этого утверждения служит бурный рост субфедеральных заимствований в 1997 году, когда бюджетный кризис привел к резкому ухудшению финансового состояния регионов и ослаблению политического влияния федеральной власти.

Подтверждением этого утверждения служат также действия правительств и администраций российских регионов, последовавшие за событиями августа 1998 г. и имеющие целью стабилизировать экономическую и социальную ситуации в отдельно взятом регионе.

В пользу децентрализации функции стабилизации выдвинуты следующие тезисы.

Во-первых, в региональных экономиках существуют асимметричные нарушения, которые не в состоянии учитывать центральное правительство. Оно реагирует только на вектор суммы таких нарушений во всех регионах, который не отражает реального положения дел и, теоретически, может быть даже равен нулю.

Во-вторых, кейнсианское утверждение о неэффективности децентрализованной стабилизационной политики сформулировано для закрытой экономики. В открытой экономике и при условии ведения центральным банком политики плавающего валютного курса, результирующее влияние на него стабилизационных мер, предпринятых на уровне субъектов государства может быть сведено на «нет», в то время как цели стабилизации могут быть достигнуты.

В-третьих, централизация не обязательно обеспечивает снижение затрат на стабилизацию экономик регионов. При централизации стоимость кредитного риска регионов оплачивается центральным правительством в неявной форме. Происходит своего рода «государственное страхование» нецентральных органов власти со стороны центрального правительства. Для региональных и местных властей снижается стимул надлежащим образом реагировать на структурные изменения в экономике регионов, поскольку финансовые проблемы решаются поступлениями из центра. Решение этих вопросов на уровне регионов и муниципалитетов, в том числе и путем заимствования, создает стимулы для проведения более эффективной политики, поскольку необходимо сначала убедить потенциальных инвесторов и кредиторов в своей кредитоспособности, а затем обслуживать и погашать долг за счет бюджета региона (или муниципалитета).

В-четвертых, нижестоящие органы власти способны более оперативно реагировать на проявления экономического цикла.

В-пятых, эффективность стабилизационной политики региона зависит от объема его бюджета.

Бюджет некоторых регионов играет роль, сравнимую с бюджетом страны в целом.

Например, бюджет Москвы по расходам на 2000 г. запланирован в размере 98161,8 млн. рублей (Закон г. Москвы «О бюджете г. Москвы на 2000 год» от 24.12.1999г.), в то время как бюджет Российской Федерации по расходам составляет 855073,0 млн. рублей (Закон РФ №227-ФЗ «О федеральном бюджете на 2000 год» от 31.12.1999г.), т.е. 11,5 %.

В-шестых, децентрализация функции стабилизации приближает государственное управление к модели совершенной конкуренции: органы власти конкурируют не только за привлечение в регион домашних хозяйств, но и за привлечение в регион финансовых ресурсов.

## Рейтинг эмитента долговых ценных бумаг как интегральный показатель его инвестиционной привлекательности

Оценка финансового состояния субъектов государства и муниципалитетов, приступающих к выпуску публично размещаемых долговых ценных бумаг, является обязательной частью в сценарии подготовки к размещению облигационных займов. Одним из первых в этой области было исследование, осуществленное сотрудниками Гарвардской школы бизнеса . В основу сопоставления была положена экспертная шкала, включавшая следующие характеристики каждой страны: законодательные условия для иностранных и национальных инвесторов; возможность вывоза капитала; устойчивость национальной валюты; политическая ситуация; уровень инфляции; возможность использования национального капитала.

Наиболее авторитетными считаются рейтинги, полученые специализиованными известными экспертными агентствами «большой шестерки», в том числе: Moody s, Arthur Andersen, Standard & Poor s, IBCA. Ряд экспертных групп разработали альтернативные методики определения рейтинга эмитентов. Это: специалисты журналов "Fortune", "Euromoney", "Эксперт", "The Economist", консультационной фирмы "Plan Econ", Института экономики города, Института экономики РАН и другие.

Для целей настоящего исследования имеет наибольший интерес методика применяемая Moody s и Standard & Poor для определения кредитного рейтинга эмитента и кредитного рейтинга выпуска, так как портфельные инвесторы ориентируются на оценку именно этих агентств.

Часто органы власти субъектов государств и муниципальных образований специально структурируют свои финансовые обязательства согласно критериям этих рейтинговых агентств с тем, чтобы получить более высокую оценку.

Кредитный рейтинг эмитента - это мнение экспертов, о способности эмитента (или другого обязанного по выпуску) выполнить свои финансовые обязательства. Оно основывается на способности и желании эмитента осуществить плановые платежи. Эта оценка не относится к какому-либо конкретному финансовому обязательству, не принимается во внимание природа и условия обязательств, предпочтительность их исполнения в случае банкротства или ликвидации, легитимность, обеспеченность конкретного обязательства и т.д.

Кредитный рейтинг выпуска - это оценка текущего состояния платежеспособности эмитента (или иного лица, ответственного по обязательствам) в отношении конкретных финансовых обязательств; особого класса финансовых обязательств; конкретных финансовых проектов (программ).

При этом принимается во внимание: платежеспособность гарантов выпуска; платежеспособность страховщиков; другие формы обеспечения (поддержки) обязательств.

Таким образом, рейтинг выпуска ценных бумаг оценивает; платежеспособность эмитента и обеспеченность данного конкретного выпуска долговых обязательств.

## Методика оценки кредитоспособности субъекта РФ - эмитента долговых ценных бумаг

Требования российского законодательства к субъектам РФ, намеренным эмитировать долговые ценные бумаги, а также к самим выпускам ценных бумаг изложены в предыдущей главе. Это минимальные требования, которым должны удовлетворять состояние бюджета и государственного долга субъекта РФ -эмитента облигаций. Выполнение положений Бюджетного кодекса и требований к эмиссии ценных бумаг государственными органами власти уже обеспечивает определенный уровень обеспеченности эмитируемых ими долговых ценных бумаг. Однако действующее законодательство учитывает только ситуацию с исполнением бюджета субъекта РФ и накоплением его государственного долга. Между тем для определения кредитоспособности региона нужно учитывать такие факторы, как состояние экономики, финансовый менеджмент, политическая ситуация в регионе и другие. Оценка кредитоспособности субъекта РФ - эмитента важна не только для определения возможности выпуска долговых ценных бумаг, но и служит критерием надежности его финансовых обязательств для потенциальных инвесторов -покупателей облигаций.

Изучение практики присвоения кредитных рейтингов органам государственной власти крупнейшими международными рейтинговыми агентствами и имеющегося российского опыта в этой области позволило автору сформулировать свои предложения по методам и критериям оценки кредитоспособности российских регионов, осуществляющих заимствования на фондовом рынке.

Основными недостатками действующих методик оценки

кредитоспособности регионов при регистрации эмиссий региональных облигаций являются по нашему мнению следующие:

1. Недостаточный учет экономического развития региона и его перспектив. В настоящее время производится оценка исключительно бюджетных показателей, что, на наш взгляд, недостаточно.

2. При установлении нормативов на объем заимствований практически не учитывается распределение долга по времени. В то же время этот фактор играет зачастую ключевую роль.

В настоящем параграфе автором предлагаются модификации методики определения кредитоспособности региона и допустимого объема заимствований, которые учитывают перечисленные выше проблемы.

Для оценки кредитоспособности региона необходимо рассмотреть финансовые потоки, связанные с его бюджетом, как расходные, так и доходные.

Среди доходных потоков первое по важности место занимают налоговые поступления, за которыми идут потенциальные доходы от имущества, находящегося в собственности субъекта РФ и доходы от приватизации.

В числе расходных потоков следует выделить потоки, связанные с обслуживанием и погашением существующего долга, которые непосредственно связаны с кредитоспособностью региона. Однако, помимо этих потоков важную роль играют минимальные необходимые затраты субъекта РФ, которые будут продолжать осуществляться даже в условиях несостоятельности (дефолта). К ним, например, относятся зарплаты бюджетников, расходы на поддержание инфраструктуры, административные и т.п. Все они входят в бюджет текущих расходов.

Поскольку кредитоспособность определяется как способность региона сбалансировать входящие и исходящие финансовые потоки, их сопоставление, с учетом вероятных колебаний в ту или иную сторону, и является основой на которой можно получить оценку кредитоспособности региона.

Оценка указанных потоков основывается на прогнозе входящих и исходящих потоков. При этом прогнозирование входящих потоков опирается в основном на экономический анализ региона, в то время как анализ исходящих потоков основывается на данных о долге, распределении платежей во времени и экстраполяции существующих расходов на будущие периоды.

Данные, на которых основывается анализ включают в себя обычную бюджетную отчетность за предыдущие годы, экономические и политические характеристики региона и информацию о состоянии долга.