Цыбикова Валентина Васильевна. Функционирование рынка субфедеральных и муниципальных облигационных займов (На примере Республики Бурятия) : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Иркутск, 1999 160 c. РГБ ОД, 61:99-8/1186-2

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. СУЩНОСТЬ И РОЛЬ СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ В РАЗВИТИИ ЭКОНОМИКИ РЕСПУБЛИКИ БУРЯТИЯ 9

1.1. Экономическая сущность субфедеральных и муниципальных облигационных займов 9

1.2. Влияние особенностей экономики Республики Бурятия на формирование

рынка субфедеральных и муниципальных облигационных займов 26

ГЛАВА 2. АНАЛИЗ ОРГАНИЗАЦИИ И ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ РЕСПУБЛИКИ БУРЯТИЯ 47

2.1. Анализ опыта размещения муниципального облигационного займа 47

2.2. Особенности размещения субфедеральных займов в регионе 60

ГЛАВА 3. ВОПРОСЫ ОРГАНИЗАЦИИ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ РЕСПУБЛИКИ БУРЯТИЯ 80

3.1. Основные направления совершенствования управления облигационными займами 80

3.2. Обоснование выпуска межрегиональных облигационных займов

Республики Бурятия и Иркутской области 106

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 120

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ 125

ПРИЛОЖЕНИЯ 135

**Введение к работе**

В последние годы мнения большинства экономистов сходятся в том, что на финансовом рынке происходят процессы, обеспечивающие зарождение и наиболее рациональное движение капитала: денежных средств, кредитов и ценных бумаг; решаются вопросы собственности и кредитные проблемы, пересекаются интересы общества в целом, отраслей и регионов, отдельных хозяйствующих субъектов, юридических и физических лиц.

Сегодня многие субъекты Российской Федерации испытывают острую потребность в финансовых ресурсах, необходимых как для реализации важных региональных проектов, так и для покрытия дефицита бюджета региона и кассовых разрывов. Недостаток собственных средств, высокая стоимость и короткие сроки банковских кредитов вынуждают регионы искать более дешевые финансовые ресурсы, такие как временно свободные средства физических и юридических лиц, что приводит к быстрому развитию рынка субфедеральных и муниципальных облигационных займов и соответствует практике, сложившейся в странах с развитой рыночной экономикой.

Вопросы функционирования рынка субфедеральных и муниципальных займов исследовались как отечественными, так и зарубежными учеными. Среди отечественных авторов данная проблематика поднимается, прежде всего, в работах Алексеева М.Ю., Алексеевой И.А., Аюшиева А.Д., Баринова В.Т., Каратуева А.Г., Новикова Е., Торкановского B.C., Чижова С. и других, в которых на основе опыта западных стран рассматриваются наиболее общие вопросы функционирования рынка государственных и муниципальных ценных бумаг.

Вместе с тем, практически отсутствует теоретико-прикладной и сравнительный анализ методов и форм эмиссии, оптимизации размещения и погашения государственных и муниципальных облигационных займов,

широко применяемых в странах с развитой и развивающейся экономикой рыночного типа. Недостаточность теоретических разработок стала одной из причин кризисного состояния выпусков ценных бумаг, эмитированных отдельными субъектами Российской Федерации.

В связи с этим, представляет интерес и необходимость изучение теории и практического опыта организации субфедеральных и муниципальных облигационных займов, оценка возможностей этого механизма для привлечения средств в бюджеты и как привлекательного инструмента финансового рынка для инвесторов.

Цель и задачи исследования. Целью настоящего исследования является анализ теоретических и прикладных аспектов создания, развития и регулирования российского рынка государственных облигационных займов субъектов Федерации и муниципальных облигационных займов и разработка на его основе комплекса рекомендаций по развитию и совершенствованию регионального рынка ценных бумаг Республики Бурятия.

Достижение поставленной цели потребовало решения следующих задач, определивших внутреннюю логику и структуру исследования:

исследование и обобщение опыта функционирования различных государственных и муниципальных облигационных займов, используемых странами с развитой рыночной экономикой и субъектами Российской Федерации, в целях решения конкретных вопросов эмиссии и эффективного обращения аналогичных финансовых инструментов в Республике Бурятия;

определение реального значения облигационных займов субъектов Российской Федерации и муниципальных образований в экономическом развитии страны и классифицировать их структуру;

выявление особенностей экономики Республики Бурятия в целях определения основных направлений социально-экономического развития Республики Бурятия, оказывающих непосредственное влияние на процессы становления и развития регионального рынка облигационных займов;

- проведение селективного анализа различных облигационных займов,  
используемых Республикой Бурятия в целях разработки рекомендаций по  
повышению эффективности функционирования рынка субфедеральных и  
муниципальных ценных бумаг;

- обоснование выпуска и размещения межрегиональных  
облигационных займов Республики Бурятия и Иркутской области.

Объектом исследования являются финансовые отношения участников рынка субфедеральных и муниципальных облигационных займов Республики Бурятия и Иркутской области: эмитентов, инвестиционных институтов, частных и институциональных инвесторов.

Пред мето м иссл едова н и я в настоящей работе является механизм функционирования рынка субфедеральных и муниципальных облигационных займов Российской Федерации.

Теоретической и методологической основой диссертационной работы являются научные труды зарубежных и отечественных авторов, посвященные рассматриваемой теме. В процессе написания диссертационной работы автор руководствовался законодательными и нормативными актами Российской Федерации, Республики Бурятия и Иркутской области по вопросам организации и функционирования рынка ценных бумаг, использовались методические и справочные материалы правительства Республики Бурятия, данные специализированных и периодических изданий, справочников и статистических сборников России, Республики Бурятия, Иркутской области.

При решении поставленных задач использовались методы системного, сравнительного, факторного и структурного анализа, статистического прогнозирования.

Научная новизна исследования заключается в следующем:

- выявлена экономическая сущность облигационных займов субъектов  
Российской Федерации в экономическом развитии страны, которая заключена

в возможности решать проблемы недостаточности финансовых ресурсов, необходимых как для реализации важных региональных проектов, так и для покрытия дефицита бюджета региона и кассовых разрывов;

- предложена классификация субфедеральных займов на основе  
факторного анализа, включающая следующие признаки: по целям  
привлечения и размещения, по территории обращения, форме и срокам  
выпуска, по условиям погашения;

- систематизированы особенности региональной экономики,  
оказывающие непосредственное влияние на процессы становления и развития  
регионального рынка облигационных займов в целях погашения дефицита  
бюджета Республики Бурятия, финансирования инвестиционных программ,  
повышения инвестиционной привлекательности региона;

- разработаны рекомендации по повышению эффективности  
функционирования рынка су б федеральных и муниципальных облигационных  
займов Республики Бурятия, способствующие улучшению социально-  
экономической ситуации в регионе;

- обоснована необходимость выпуска и размещения межрегионального  
облигационного займа Республики Бурятия и Иркутской области, разработана  
концепция их выпуска, размещения, обращения и погашения.

Практическая значимость работы заключается в том, что она представляет собой самостоятельное завершенное научное исследование одной из актуальных проблем формирования рыночного механизма экономики Республики Бурятия: процесса становления, развития и регулирования регионального рынка субфедеральных и муниципальных облигационных займов. Результаты исследования могут способствовать созданию и внедрению более эффективных финансовых инструментов рынка ценных бумаг и технологий их размещения, использование которых позволит правительству Республики Бурятия и муниципальным образованиям, регулирующим рынок, придать ему роль, соответствующую современным

экономическим требованиям. Отдельные теоретические и практические предложения диссертационной работы могут способствовать пересмотру позиции правительства Республики Бурятия и администраций районов в привлечении финансовых ресурсов, а так же обеспечить выбор перспективных направлений развития экономики республики и ее территориальных образований.

Апробация, работы. Основные положения и выводы диссертации рекомендованы для использования в учебных целях в качестве учебного пособия для студентов, изучающих финансовые дисциплины.

Отдельные теоретические выводы и результаты использованы на уровне республики при подготовке Комитетом по бюджетной политике, налогам и банкам Народного Хурала Республики Бурятия раздела "Государственный долг Республики Бурятия" Закона о республиканском бюджете на 1999 г., Министерством финансов Республики Бурятия раздела "Развитие рынка ценных бумаг" Соглашения Правительства Республики Бурятия и Администрации Иркутской области от 9 января 1998 г. "О социально-экономическом сотрудничестве между Правительством Республики Бурятия и Администрацией Иркутской области на 1998-2000 *гг"*

Результаты диссертации представлялись и докладывались на следующих конференциях:

1. Научно-практической конференции преподавателей, научных  
работников и аспирантов ВСТИ, апрель 1995 г.

2. Байкальской межрегиональной научно-практической конференции  
"Возрастающая роль Сибирских и Дальневосточных регионов во  
внешнеэкономической деятельности", октябрь 1996 г.

Публикации. Основные положения диссертационной работы изложены в пяти научных публикациях:

1. Роль государственных ценных бумаг в мобилизации и перераспределении денежных средств/Лезисы докладов научно-практической

конференции преподавателей, научных работников и аспирантов института с участием специалистов проектных и производственных организаций. - ВСТИ, г. Улан-Удэ, 1993. - 0,2 п.л.

2. К вопросу о государственном регулировании ценных бумаг//Сборник  
научных трудов, серия: экономические науки, выпуск 3, ВСГТУ,  
г. Улан-Удэ, 1996. - С.78. - 0,2 п.л.

1. Механизм государственного регулирования фондовых рынков// Сборник научных трудов, серия: экономические науки, выпуск 4, ВСГТУ, г. Улан-Удэ, 1997. - С. 154. -0,2 п.л.
2. Некоторые вопросы, связанные с обеспечением (гарантии), доходности и погашения займов//Сборник научных трудов, серия: экономические науки, выпуск 4, ВСГТУ, г, Улан-Удэ, 1997. - С.210. - 0,1 п.л.
3. К вопросу о развитии долговых обязательств Республики Бурятия//Сборник научных трудов, серия: экономические науки, выпуск 5, ВСГТУ, г. Улан-Удэ, 1998.-0,4 п.л.

Структура работы. Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений.

\* ГЛАВА 1. СУЩНОСТЬ И РОЛЬ СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И

МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ В РАЗВИТИИ ЭКОНОМИКИ РЕСПУБЛИКИ БУРЯТИЯ

1.1. Экономическая сущность субфедеральных и муниципальных

облигационных займов

Проводимые в России социально-экономические реформы самым непосредственным образом сказались на развитии регионов: происходит постепенное перераспределение полномочий между субъектами федерального и регионального уровней, регионы получили возможность самим определять путь развития исходя из экономико-географических и социально-культурных

\* возможностей. В дореформенный период регионы не обладали достаточной  
самостоятельностью, так как директивное управление из Центра не могло в  
полной мере учитывать экономические интересы и возможности региона.  
Однако, этот процесс наряду с экономическими преобразованиями, которые  
коренным образом изменили хозяйственную среду, был отягощен  
противоречиями переходного периода: высокими темпами инфляции,  
значительным падением производства, непростой политической ситуацией,  
кризисами на финансовых рынках.

Столкнувшись в первые годы реформ с финансовыми трудностями, регионы приостановили либо вообще "заморозили" финансирование значительной части бюджетных программ (из-за нехватки средств инвестиционные программы выполняются на 20-30%), что привело к сокращению объемов товарного обращения в регионах и, как следствие, к

\* снижению налоговых поступлений в бюджеты. В такой ситуации многие  
субъекты Российской Федерации испытывают острую потребность в  
финансовых средствах, необходимых как для реализации важных

региональных инвестиционных проектов, так и для покрытия дефицита бюджета региона и кассовых разрывов.

Необходимость улучшения экономической ситуации в регионах обусловила поиск различных эффективных инструментов рынка для стабилизации и последующей активизации сферы производства промышленных и сельскохозяйственных товаров отечественного производства. Проблему инвестиций, связанную с обновлением основных средств производства, с пополнением оборотных средств способен решить рынок долговых обязательств, посредством мобилизации внутренних сбережений.

В экономике, основанной на принципах свободного рынка, использование заемных средств является одним из важных способов покрытия дефицита государственного бюджета. Например, во Франции заемные средства составляют 32-35% от общего объема доходов бюджетов органов местного самоуправления,1 Практика заимствований характерна и для России, в частности, по данным Федерального казначейства в 1998 г. было размещено субфедеральных и муниципальных ценных бумаг на сумму 8,5 млрд руб., что составило 3,6% от общего объема доходов бюджета органов субъектов Федерации и местного самоуправления.

Роль государственных ценных бумаг субъектов Федерации и муниципальных ценных бумаг менялась с ходом развития мировой рыночной экономики. На начальном этапе они использовались, главным образом, для покрытия чрезмерных расходов государства, связанных с войнами и стихийными бедствиями. Со временем государственные и муниципальные ценные бумаги все больше и больше начинают воздействовать на экономику, играть незаменимую роль в сфере государственного регулирования денежного обращения и макроэкономики в целом.

' Новикова Т.С. Местные финансы по Франции. - Н. - 1996. *-СЯ.*

В мировой экономической науке существует несколько основных течений и школ, которые по-разному трактуют вопрос государственных заимствований. В силу высокой общественной значимости и широкого практического применения теорий следует более подробно остановиться на изложении базовых концепций основных экономических школ, а именно, кейнсианской, классической и неоконсерватизма.

Одним из основных положений кейнсианской экономической школы является постулат, разработанный еще самим Дж. Кейнсом (1883-1946 гг.), "о необходимости осуществления государственного регулирования экономики путем увеличения государственных расходов".2 К числу методов решения указанной задачи относится регулирование спроса и нахождение равновесия между потреблением и производством, доходом и занятостью. Последователи Кейнса разработали также теорию "функциональных финансов", в соответствии с которой правительство имеет возможность балансировать экономику своей страны одним из (или несколькими) способов с осуществлением государственных продаж или покупок, проведением кредитных операций и представлением или получением займов от юридических и физических лиц - инвесторов, выплатой субсидий одним категориям граждан, взиманием налогов с других.

Также к числу постулатов финансовой концепции кейнсианцев относится положение о необходимости возрастания государственных расходов, финансируемых с помощью займов. В качестве обоснования этого положения приводились следующие аргументы: неизбежность увеличения задолженности федеральных и суб федеральных правительств - при достижении "эффективности спроса" (Кейнс), факт существования "мультипликатора государственных расходов", то есть двух, а в ряде случаев и трехкратного возрастания доходов в результате осуществления первичных государственных расходов.

" Кейнс Дж, Общая теория занятости, процента и денег. -М: Прогресс, 1978. - С.34.

В дальнейшем последователи Кейнса (С. Леланд и другие) разработали теорию "циклического балансирования" экономики, в соответствии с которой образовавшаяся в годы кризиса сумма бюджетного дефицита и, соответственно, весь объем ранее эмитированных, но еще не погашенных займов должны покрываться за счет бюджетных излишков, накапливаемых в период подъема.

Представители кейнсианской школы разработали теории "бюджетного накачивания" и "компенсирующего бюджета", в соответствии с которыми государство должно возмещать недостаток необходимого спроса расширением своих инвестиций, осуществляемых за счет займов. Однако, ими не были учтены такие негативные последствия практического применения этой теории, как: увеличение инфляционных тенденций, эффект вытеснения с рынка частных инвестиций и корпоративных ценных бумаг, необходимость повышения налогообложения для погашения ранее эмитированных обязательств, снижение покупательного потенциала населения. Представители кейнсианской школы разработали и модифицировали теорию "встроенного бюджетного стабилизатора" и проведения "дискреционных" мероприятий, в соответствии с которой при помощи имманентных бюджетных механизмов -налогов и государственных расходов и дополнительных мероприятий — осуществление займов и представление субсидий, происходит корректировка амплитуды циклических колебаний экономики.

Данная теория была дополнена нобелевским лауреатом П. Самуэльсоном, подчеркнувшим, что на состояние экономики также можно воздействовать путем манипулирования учетной ставкой процента и проведением операций на открытом рынке.3 В целом указанная теория нашла свое практическое подтверждение в ряде стран, в том числе и в современной России.

"Самуэльсон П. Экономикам/Перевод с англ. Антонова В.Д. - М.: Алгол, І 982. - С.46.

Представители другой экономической школы (классической) утверждали, что следует, прежде всего, увеличивать эффективность использования государственных расходов при постепенном сокращении их объема. При этом в качестве одного из основных объектов государственных инвестиций называли "общественные товары" (П. Самуэльсон), то есть такие, которые при потреблении одним членом общества не теряют своей потребительной стоимости (в современном мире такой товар - информация).

К основным положениям неоконсервативного направления относятся сокращение сферы применения и объема использования государственных расходов, регулирование предложения, как основного средства достижения экономического равновесия, сбалансированность доходов и расходов государственного бюджета.

Видные консерваторы — А. Берне, Г. Стайн, У. Фельнер, Уэйденбаум (США) и другие, считают, что приоритетной в методах государственного регулирования должна быть монетарная политика, а роль финансовой стратегии является всего лишь второстепенной.

Представители данных школ считали государственные займы одним из способов регулирования современной экономики, но по-разному понимали их роль и значение в данном процессе. Прежде чем, определиться в объективности одной из выше приведенных концепций, целесообразно остановиться на отдельных аспектах государственных заимствований.

В условиях недостаточности финансовых ресурсов, необходимых для улучшения социально-экономической ситуации в регионах Российской Федерации, средства от привлечения по облигационным займам должны направляться на финансирование государственных расходов с инвестиционной составляющей. В связи с этим, автор считает необходимым придерживаться позиции западных экономистов, именно, кеинсианскои школы, противоположной позиции отечественных экономистов (Л. Абалкина, И. Львова и других), считающих ее неприемлемой и практикующих

монетарный путь развития, который в пореформенный период привел российскую экономику к кризису, принявшему системный характер, что особенно отразилось в периферийных регионах и муниципалитетах.

Финансирование государственного долга посредством выпуска государственных ценных бумаг, на наш взгляд, сопряжено с меньшими издержками, чем привлечение средств с помощью банковских кредитов. Это связано с тем, что правительственные долговые обязательства отличаются высокой ликвидностью и инвесторы испытывают гораздо меньше затруднений при их реализации на вторичном рынке, чем при перепродаже ссуд, предоставленных взаймы государству. Государственные и муниципальные ценные бумаги в странах с рыночной экономикой, как правило, являются одним из основных источников финансирования внутреннего долга.

Значимость и перспективность рынка субфедеральных и муниципальных облигационных займов как составной части финансового сектора экономики подтверждается международным опытом. Так, муниципальные облигации в США занимают по различным оценкам до 40% национального рынка долговых обязательств (в 1996 г. рынок муниципальных ценных бумаг достиг объема 1,3 трлн долл., что составляет треть ежегодных общих капитальных вложений в экономику страны).4 При этом в России доля муниципальных облигаций не превышает 3% в общем объеме выпускаемых ценных бумаг (в 1996 г. объем муниципальных ценных бумаг составлял 10,8 трлн руб.).5

Муниципальные ценные бумаги в США выпускаются как для финансирования расходной части местных бюджетов, так и для осуществления конкретных инвестиционных проектов, связанных со строительством и ремонтом объектов инфраструктуры (дорог, мостов, водопроводов и т.д.), а также различных социальных объектов, таких как

*\**Тараканов И. Притяжение инвестиции/Экономика и жизнь, 1995. -№20 - Сб. s Использованы данные Финансовой гачеты - 1997 - 11 - С. 11.

школы, больницы и жилье. Доля муниципальных бумаг превышает долю корпоративных акций, частные инвесторы предпочитают инвестировать временно свободные средства именно в муниципальные ценные бумаги, а для местных компаний инвестиции в них почти всегда приоритетные.6

В России ситуация иная: если к субфедеральным ценным бумагам интерес проявляется со стороны региональных инвестиционных компаний, то к муниципальным ценным бумагам - нет, и в связи с этим, реализация программ, под которые осуществляются эмиссии, в основном, становится обузой для местного бюджета. В первую очередь это связано с целым рядом объективных причин. Российский рынок ценных бумаг, выпущенных муниципальными органами власти, возник и развивается в условиях общего экономического спада и высокой инфляции, острой нехватки средств в местных бюджетах.

Следует отметить, что в финансовой науке все еще не сложилось единого мнения по ряду проблем теоретического характера в отношении определений государственных, субфедеральных и муниципальных займов. Тем не менее, законодательство стран с развитой рыночной экономикой, в том числе и Российской Федерации, отражает стремление территориальных органов местного самоуправления увеличить свободу и одновременно ответственность в деле использования займов. Пользуясь относительной гибкостью правовых норм, административно-территориальные единицы выбирают заем как инструмент управления экономикой и приобщаются к новейшим методам управления финансовой деятельностью.

Согласно Бюджетного кодекса Российской Федерации к государственным заимствованиям субъектов Федерации (субфедеральные займы) относятся займы, привлекаемые от физических и юридических лиц, иностранных государств, международных финансовых организаций, по которым возникают долговые обязательства субъекта Федерации как

Муниципальные ценные бумаги в США. - М: RTI и Союз Российских городов, 19%.

заемщика или гаранта погашения займов другими заемщиками, выраженные в валюте обязательств, а *к*муниципальным заимствованиям - займы, привлекаемые от физических и юридических лиц в валюте Российской Федерации, по которым возникают долговые обязательства органов местного самоуправления как заемщика или гаранта погашения займов другими заемщиками, выраженные в валюте Российской Федерации. При этом долговые обязательства могут существовать в форме кредитов, государственных займов, осуществляемых путем выпуска ценных бумаг, государственных и муниципальных гарантий, поручительств и других.

Сформулированные в части второй Бюджетного кодекса Российской Федерации определения государственных заимствований субъектов Федерации и муниципальных заимствований являются своеобразным шагом вперед на пути совершенствования рыночных отношений, ибо отличаются от того разнообразия определений, которые использовались ранее. В результате чего муниципальные займы отделены от займов, эмитируемых субъектом Федерации, для регулирования которых также необходимо отдельное законодательство. Автор считает, что определение муниципальных займов, которое приводят Галанов В. А., Чеку нова М.В. и другие, сформулированное следующим образом: "К муниципальным займам относят займы субъектов Федерации и муниципальных образований, осуществляемые в форме выпуска ценных бумаг и ссуд" , является не совсем точным.

Кроме того, до выхода федерального закона "Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг" существовала неопределенность и в определении государственных ценных бумаг субъектов Федераций и муниципальных ценных бумаг.

К примеру, Галанов В.А., Чекунова М.В. и другие приводят следукж'ую формулировку: "Муниципальные ценные бумаги - это способ привлечения финансовых ресурсов местными органами государственной

*7*Галанов В.А. Рынок ценных бумаг. - М.: Финансы и статистика. -1998. - С.61.

власти в случае дефицита местного бюджета или на внебюджетные цели путем выпуска долговых ценных бумаг".

По мнению Каратуева А.Г, "муниципальные ценные бумаги являются разновидностью облигаций, векселей, сертификатов и ряда других ценных бумаг и в зависимости от эмитента могут быть субфедеральными (бумаги, выпускаемые органами исполнительной власти субъектов Федерации) и местными (бумаги местных органов власти)".8

Статья 3 настоящего закона свидетельствует о том, что "государственные и муниципальные ценные бумаги могут быть выпущены в виде облигаций или иных ценных бумаг, относящихся к эмиссионным ценным бумагам в соответствии с Федеральным законом "О рынке ценных бумаг".

На наш взгляд, экономическая сущность субфедеральных и муниципальных займов заключается в том, что субъекты Федерации либо муниципальные образования, выпускающие ценные бумаги как заемщики, мобилизуют денежные ресурсы в основном частного сектора экономики на заемной основе.

Несмотря на то, что су б федеральные и муниципальные облигации в России пока нельзя отнести к значимым инструментам привлечения денежных ресурсов в инвестиционный процесс, рынок субфедеральных и муниципальных долговых обязательств уже формируется, претерпевая в ходе развития качественные и количественные изменения. Это позволяет классифицировать выпускаемые субъектами Федерации облигации по самым разным признакам. Тем не менее, существуют и достаточно общие признаки классификаций, например: по срокам привлечения инвестиционного капитала, территории обращения, объему эмиссии, условиям погашения. В связи с этим, классификация субфедеральных облигационных займов, которую

' Каратуев А.Г. Муниципальные ценные бумаги в Россни//Финансы. - 1997. - .N»2. - С. 13,

приводят И. Ройзман и И. Гришина, представляется, на наш взгляд, не точной9(рис.1-П).

В частности, анализ мирового и российского опыта выпуска и размещения субфедеральных и муниципальных ценных бумаг позволяет сделать вывод о том, что существенным аспектом проблемы эмиссии и обращения займов является принятие решения о *форме выпускаемой облигации,*которая может быть *документарной*или *бездокументарной.*В России облигации местных органов власти выпускаются как в виде именных ценных бумаг (63%), так и бумаг на предъявителя (37%). При этом в документарной (наличной) форме выпускается 45% облигаций и в бездокументарной (безналичной) форме - 55%. Первая из указанных форм, несмотря на определенные сложности в печатании бланков и дальнейшем их хождении, более приемлема для определенной части инвесторов - физических лиц. Вторая эффективно применяется для размещения облигаций среди институциональных инвесторов. В целях упрощения обращения документарных ценных бумаг следует более широко использовать их предъявительскую форму, разрешенную Законом "О рынке ценных бумаг".

Достаточно тонким регулирующим механизмом, определяющим *технологические особенности эмиссии,*выступает их деление *из. рыночные*и *нерыночные*эмиссии. Наиболее распространенным типом займов являются рыночные ценные бумаги, которые могут свободно обращаться и перепродаваться на вторичном рынке. Они высоколиквидны и обладают самым высоким кредитным рейтингом. Нерыночные облигации представляют собой своеобразный контракт, заключаемый между правительством и конкретным регионом о вложении определенной суммы средств, при этом у кредитора отсутствует возможность реализации рассматриваемого контракта

Ройзман И., Гришина И. Реально пятикратное умножение инвестиционного вклада населения в экономику регионов страньі//Иивестишін а России. - 1996. - №10-11 - С. 13.

на вторичном рынке и он вынужден дожидаться его погашения, либо существенно ограничен в возможностях их последующей реализации.

Миркин Я.М. рассматривает три возможные схемы размещения посредниками эмиссии облигаций: *на агентских условиях (комиссии), дилерских и сметанных (дилерско-агентских).*

Анализ функционирования фондового рынка России показывает, что наибольшее распространение получило размещение эмиссий займов на агентских условиях. Это во многом обусловлено тем, что российские инвестиционные институты в настоящее время располагают достаточными капитальными ресурсами для выкупа большей части выпуска на себя, но предпочитают работать за комиссионное вознаграждение, которое, как правило, составляет 2-5% от суммы реализации бумаг. Между тем в странах с развитой рыночной экономикой большинство эмиссий муниципальных займов проходит по схеме гарантированного размещения (андеррайтинга). В этом случае эмитент получает сразу всю сумму средств. Однако, такое возможно только при условии, что инвестиционные институты обладают достаточными собственными средствами и вторичный рынок ликвиден.

Следует отметить, что эмитенты заинтересованы в стопроцентном распространении выпуска облигаций. Поэтому в большинстве случаев условия эмиссии не предусматривают ограничения на потенциальных покупателей облигаций. Однако, в отдельных случаях такие ограничения устанавливаются. Чаще всего они затрагивают участие физических лиц в аукционах по первичному размещению облигаций. К этим аукционам обычно допускаются юридические лица, имеющие лицензию на работу в качестве инвестиционного института и располагающие достаточными собственными средствами.

В арсенале средств регулирования государственных и муниципальных займов широко применяется дифференцированный подход к системе выплаты доходов. По *способу выплаты дохода,*субфедеральные займы

'" Миркин *ЯМ.*Ценные бумаги и фондовый рынок- М., 1995. - С. 144.

подразделяются на *денежные*и *натуральные*(неденежные) в виде розыгрышей призов либо в сочетаниях этих форм. Вариант получения доходов по облигациям диктуется в каждом отдельном случае целями эмиссии и ее инвестиционной ориентации.

Для повышения привлекательности займа часто предусматривается неденежный способ выплаты дохода, дающий возможность конвертации облигации займа в акции (доли, паи) предприятий, находящихся в собственности администрации. Организационная работа по подготовке облигаций займа к конвертации состоит из нескольких этапов.

На первом этапе, предшествующем регистрации проспекта эмиссии займа, эмитент совместно с генеральным менеджером займа формирует список предприятий, акции (паи, доли) которых будут предложены для конвертации. Собственником акций данных предприятий является администрация. В соответствии со ст. 126 Гражданского кодекса Российской Федерации "...субъект Российской Федерации отвечает по своим обязательствам не всем принадлежащим ему на праве собственности имуществом, а только той его частью, которая не закреплена за созданными им юридическими лицами на праве хозяйственного ведения или оперативного управления и не относится к составу объектов, могущих находиться только в государственной или муниципальной собственности".

Одним из самых важных инструментов, определяющих в конечном итоге результативность правительственной инвестиционной деятельности, на наш взгляд, является выбор *варианта погашения*субфедеральных и муниципальных облигаций. В мировой практике получили широкое распространение следующие основные методы погашения субфедеральных и муниципальных облигаций:

1) использование бюджетного профицита. В том случае, если у правительства образовался излишек бюджетных средств в определенном периоде, то оно может использовать их для расчета с держателями

обязательств - как резидентами, так и нерезидентами. Именно такой способ погашения был применен Японией в период 1970-1974 гг., когда для выкупа выпущенных фондовых ценностей использовались бюджетные излишки, накопленные в 1961-1969 гг.11;

1. постепенная выплата. В таком случае, правительство ежегодно не только выплачивает проценты по облигациям, но и возвращает основную сумму займа;
2. выплата за счет заранее созданного фонда погашения. Основным принципом деятельности правительства при осуществлении указанного метода является постепенное перечисление средств в фонд. При этом к наступлению срока платежа в нем аккумулируется сумма средств достаточная не только для погашения основного долга, но и для выплаты процентов. Данный метод практиковался некоторыми регионами Российской Федерации, в частности, погашение облигаций Иркутской области в 1998 г. производилось не только за счет средств реструктуризации и средств областного бюджета, но и за счет средств выкупного фонда;
3. рефинансирование (построение финансовой пирамиды). Данный метод подразумевает осуществление выкупа ценных бумаг за счет получения доходов от вновь распространяемых эмиссий. Этот метод несет в себе определенный риск, так как может наступить момент, когда затраты на погашение старых выпусков превысят доходы, получаемые от распространения новых и возникнет достаточно реальная угроза непогашения облигаций.

Экономист Шадрин А. считает, что большинством региональных эмитентов Российской Федерации при выпуске облигаций была выбрана откровенно "пирамидальная" стратегия проведения краткосрочных займов с их последующим рефинансированием за счет новых выпусков новых ценных бумаг. По данным Федерального казначейства, из 8,5 млрд деном. руб.,

" Японская экономика - Япония: Да Ива Сэкьюритиз КО ЛТД., 1993. - C.S1.

вырученных при размещении суб федеральных и муниципальных облигаций в первые восемь месяцев 1998 г., 7,6 млрд деном. руб. пошли на погашение ранее выпущенных облигаций.12

На наш взгляд, какая бы не была классификация, она отражает лишь субъективную точку зрения ее авторов и, как правило, многое зависит от того, какой идее отдается основное значение и с точки зрения какого участника рынка классифицировались инструменты.

Подведя итог изложенному, следует отметить следующее. Рыночное построение экономики обусловливает дальнейшее развитие всех видов человеческой деятельности, которым среди прочих является и рынок субфедеральных и муниципальных ценных бумаг,

В результате изучения изложенных аспектов сложилась определенная авторская точка зрения по вопросу экономической сущности субфедеральных и муниципальных займов, суть которых заключается в следующем: с их помощью региональные власти, как и федеральные власти, стремятся привлечь относительно недорогие и продолжительные по срокам обращения (по сравнению с кредитами) денежные средства физических и юридических лиц, которые временно не используются и представляют собой источник сравнительно дешевых денежных ресурсов в интересах финансирования местных программ развития.

Проведение облигационного займа для региона целесообразно как по общим, так и по частным причинам. Общими причинами для большинства субъектов Российской Федерации, на наш взгляд, являются:

напряженность выполнения регионального бюджета в текущем году, в том числе по причине невыполнения заданий по сбору налогов;

несвоевременное поступление федеральных трансфертов;

'" Шадрин А. Муниципальные пирамиды разваливаются на глазах//Рос. газета. Бизнес в России. -1998. <17окт.)-С.2.

- неблагополучное финансовое положение предприятий,  
расположенных на территории региона;

отсутствие в региональном бюджете средств для выполнения инвестиционных программ и проектов;

трудности и затяжной характер в открытии кредитных линий и реализации других форм привлечения инвестиций.

Вместе с тем, проведению облигационного займа на территории региона могут благоприятствовать принципиальные обстоятельства, к которым относятся:

политическая стабильность в регионе;

сформированная в целом основа финансовой инфраструктуры для реализации предлагаемого механизма размещения облигационного займа;

- заинтересованность руководства территории в разработке и  
реализации оригинальных и нестандартных схем привлечения финансовых  
ресурсов;

наличие связей с инвестиционными компаниями и финансовыми институтами, которые в состоянии взять на себя решение задач, связанных с выпуском и размещением займа;

практический опыт администрации по выпуску субфедеральных и муниципальных ценных бумаг.

Специалисты обычно выделяют шесть основных направлений использования эмиссии субфедеральных и муниципальных облигационных займов13 и, как правило, они направлены на следующие цели:

1) финансирование текущего дефицита бюджета. Масштабные затраты региональных властей носят сезонный характер: в одних регионах существует проблема обеспечения завоза продукции (так называемый "северный завоз"), в

13 Чижов С. Муниципальные облигационные займы: цела выпуска и принципы конструнрования/ЛРЦБ. - 1996. -№14.-С24.

Еариков В.Т. Муниципальные облигации: выпуск и размещение: Практическое пособие. - М„ Русская деловая литература, 1997 - С.12.

других практикуются авансовые выплаты производителям

сельскохозяйственной продукции. В этих условиях для одноразовой мобилизации крупных финансовых ресурсов требуются крупные заемные средства. Их можно проводить и с помощью эмиссий субфедеральных и муниципальных облигаций;

2) погашение ранее размещенных займов. Такой способ  
рефинансирования задолженности местного бюджета возможен при условии  
доверия держателей облигаций к властям и известной финансовой  
осмотрительности эмитентов, недопущения откровенных пирамидальных  
схем, которые рано или поздно обязательно приводят к разорению эмитента  
или "обвалу" созданной им пирамиды;

1. сглаживание колебаний при поступлении налоговых платежей в бюджет (ликвидация кассовых разрывов) также может происходить путем выпуска долговых обязательств. Такое решение задачи возможно в тех регионах, где налоговая база зависит от сезонного производственного цикла;
2. отработку элементов долгосрочной эмиссионной программы и технологии выпуска и размещения ценных бумаг в регионе;
3. обеспечение коммерческих банков и иных финансовых структур (страховых и пенсионных фондов) ликвидными и высоконадежными вторичными активами, не омертвляющими их капитал. К примеру, нормативы инвестиций для страховых фондов предполагают, что часть своих активов они обязаны вкладывать в ценные бумаги местных органов власти;

6) финансирование собственных региональных программ и  
капиталоемких проектов без увеличения налогового бремени. Наиболее  
распространены программы в целях решения проблем муниципального  
жилищного или дорожного строительства, развития местной инфраструктуры.

. Таким образом, роль выпусков субфедеральных и муниципальных ценных бумаг, на наш взгляд, заключается в следующем: - активизации регионального рынка ценных бумаг;

развитии межрегиональных связей по реализации совместных программ социально-экономического развития регионов;

удешевлении стоимости заемных средств: цена заимствований финансовых ресурсов на фондовом рынке, как правило, ниже цены заимствований из других источников;

- диверсификации источников заемных средств: на открытом рынке  
бумаг эмитент привлекает средства из разных источников (банки,  
институциональные инвесторы, прочие юридические и физические лица), что  
повышает надежность и устойчивость пассивов и снижает зависимость  
эмитента от традиционного источника - банковского кредита.

В настоящей работе основное внимание уделено рынку субфедеральных и муниципальных облигационных займов. Это связано с необходимостью скорейшего совершенствования функционирования данного рынка в Республике Бурятия, на котором утеряно доверие инвесторов вследствие финансового кризиса и крушения финансовой пирамиды по государственным краткосрочным облигациям (ГКО) Российской Федерации.

1.2. Влияние особенностей экономики Республики Бурятия на формирование рынка субфедеральных и муниципальных облигационных

займов

Развернувшиеся в России преобразования, направленные на формирование рыночной экономики, резко обнажили слабости и проблемы хозяйства Республики Бурятия, привели к значительному ухудшению социально-экономического положения в регионе. На процесс развития экономики республики оказывают влияние экзогенные факторы, связанные с низким инвестиционным спросом, несовершенством денежно-кредитной политики, сокращением трансфертных поступлений, незавершенностью системных рыночных преобразований. Республика Бурятия относится к числу регионов, в которых проявление финансово-экономического кризиса сказалось наиболее существенно. Согласно статистическим данным Госкомстата, социально-)кономическая ситуация в Бурятии на протяжении последних лет характеризуется как тяжелая. Доля убыточных предприятий в промышленности возросла в 1998 г. до 70,7% против 10,6% в 1991 г., на транспорте соотношение составило, соответственно, 78,4% и 10%. Сельское хозяйство к 1999 г. стало убыточной отраслью.

Атанов Н.И. предлагает для правильной оценки всей совокупности фактов, характеризующих нынешнее состояние экономики Республики Бурятия и ее развитие, рассматривать их в контексте объективных закономерностей перехода от планово-распределительной системы к рыночной экономике и выделить основные итоги ее реформирования на период с 1991 по 1998 гг.14

14Атанов Н.И. Итоги социально-экономического развития Республики Бурятия в 1994-1997 it, и задачи на 1998-2001 п\//Матерналы Республиканского совещания "Итоги социально-экономического развития в 1996-1997 г. и задачи на 1998-2000 гг.", г, Улан-Удэ, 27.03.1998 г.

Первым этапом перехода определен этап преобладания кризисных тенденций. Его особенность состоит в том, что какие бы меры ни предпринимались, произошло ухудшение экономического положения: спад производства, инфляция, снижение уровня жизни; экономика страны, выйдя из государственного социализма, еще не обрела черты современного рыночного хозяйства и соединяет в себе остатки прежнего государственного социализма, зачатки рыночных структур, корпоратизма, обширный массив частно-рыночного хозяйства и примитивного предпринимательства.

Первая фаза этого этапа (1991—1992 гг.) характеризовалась либерализацией экономики, политическим курсом на разоружение и, соответственно, развалом оборонного комплекса, зарождением предпринимательства и ослаблением структур планово-распределительной системы. Главная проблема этой фазы - предельное обострение товарного дефицита, раскручивание гиперинфляции, развал финансовой системы. Но при этом спад производства в Бурятии шел медленнее, чем в целом по России. Объем ВВП по России в 1992 г. к 1991 г. снизился на 14,5%, по Республике Бурятия - на 13%, объем продукции промышленности по России сократился на 18%, а по Бурятии - на 15%.

Вторая фаза (1993-1994 гг.) характеризуется широкомасштабной приватизацией, полной либерализацией цен и внешнеэкономической деятельностью. Ужесточение финансово-кредитной политики стало ядром радикальной экономической реформы. Для этой фазы характерно сочетание высокой инфляции и общего спада производства. Причем для Республики Бурятия характерен более глубокий спад в экономике, чем по России. Если по России в 1994 г. объем ВВП снизился на 12,6%, то по Республике Бурятия - на 15% при снижении объема продукции промышленности по России на 21%, по Бурятии спад составил 27%. Для республики в этом периоде также характерен опережающий темп спада її инвестиционной деятельности республики. Удельный вес убыточных предприятий превысил среднероссийский уровень

почти в 2 раза. В целом по Бурятии максимальный спад производства приходится на 1994 г. Одним из основных факторов глубины промышленного спада в республике была сложившаяся в годы советской власти структура (специализация) промышленности, ориентированная на интересы центральной власти, а не на рыночную конъюнктуру.

В целях стимулирования материального производства Законом "О республиканском бюджете Республики Бурятия на 1995 г." впервые была снижена ставка налога на прибыль на 1% за каждый процент роста реализации промышленной продукции к соответствующему периоду предыдущего года. Приняты ряд мер по стабилизации топливно-энергетического комплекса республики, по реформированию аграрного сектора, что позволило, с одной стороны, остановить возрастающую напряженность в шахтерских коллективах и на предприятиях энергетики, а с другой, благополучно проводить зимние сезоны, а также замедлить обвальный темп падения сельскохозяйственного производства. Если в 1993 г. объем валовой продукции сельского хозяйства по сравнению с предыдущим годом сократился на 14%, то в 1994 г. лишь на 5%.

Третья фаза (1995-1996 гг.) характеризуется замедлением спада в сфере материального производства. Однако, принял прогрессирующий характер платежный кризис. Это сопровождалось вытеснением из товарно-денежных отношений денежной составляющей неденежными формами расчетов. Наращивались долги по зарплате работникам не только материального производства, но и бюджетной сферы.

Снизилась доля промышленности в структуре экономики с 39% в 1992 г. до 26,4% в 1996 г., причем самое печальное заключается в том, что доля таких профессивных отраслей перерабатывающей промышленности, как машиностроение, химия и легкая промышленность, снизилась с 48% 1992 г. до 22% 1996 г., то есть в два с лишним раза. Доля сырьевых отраслей повысилась

**\***

с 11% до 57%. Доля торговли в валовом внутреннем продукте повысилась за пятилетие с 5% до 8,5%. Таким образом, произошло огромное

перераспределение ресурсов, и сейчас значительная доля средств "заморожена" в этих сферах. Основные отрасли экономики не в состоянии обеспечить не только расширенное, но и простое воспроизводство. Как уже отмечалось, свыше 70% предприятий промышленности - убыточны. Большая часть последних не пригодна для выпуска конкурентоспособной продукции. Республика отстает от наиболее развитых регионов уже во много десятков раз. Свыше 60% населения остались за чертой доходов ниже прожиточного минимума.

Следующая фаза (1997-1998 гг.) характеризуется тем, что экономическая ситуация в республике продолжает оставаться кризисной. Основной проблемой остается платежный кризис, растет суммарный объем просроченной кредиторской и дебиторской задолженности предприятий и организаций, сохраняется задолженность по заработной плате в реальном секторе экономики. Уровень жизни населения республики начиная с 1991 г., в сравнении с Россией продолжал постоянно снижаться более быстрыми темпами. Так, денежные доходы на душу населения к среднероссийскому показателю в 1991 г. составляли 91%, а в 1998 г. — 60%. Кроме того, теряется собственный внутренний рынок. Так, доля импортных товаров с 7% в 1992 г. увеличилась до 51% в 1997 *г,15*Это означает, что больше половины розничного товарооборота составляет приобретение зарубежных товаров.

С особенно серьезными трудностями сталкивается промышленность Бурятии. За годы реформ в республике наиболее стабильно функционировал топливно-энергетический комплекс, что связано со специфическими особенностями его деятельности. В то же время во многих отраслях (лесохозяйственный комплекс, промышленность стройматериалов, легкая, пищевая, мукомольная, комбикормовая промышленность) производство непрерывно сокращалось. Сокращение производства во всех секторах экономики республики соответствующим образом сказывается на

"Бурятия в цифрах: Статсборннк - г. Улан-Удэ: Госкомстат РВ. 1997.

транспортных перевозках, объем которых за годы реформ существенно сократился.

Критическим является положение в аграрном секторе. Уже на первом этапе его реформирования в республике началось сокращение сельскохозяйственного производства. Только для восстановления сельского хозяйства до достигнутых в предыдущий период показателей необходимы годы, не говоря о дальнейшем его росте. За семь лет сократилась посевная площадь зерновых культур, снижается урожайность. Неблагоприятная картина складывается и в главной отрасли сельского хозяйства - животноводстве. Это связано со спецификой самой отрасли, которая состоит из множества относительно самостоятельных мелких производств, территориально разобщенных и со слабой инфраструктурной базой. В результате структурных преобразований в этой отрасли сформировалось множество мелких хозяйств совершенно не готовых к самостоятельному развитию. На долю хозяйств населения приходится 66% общего объема производства. Доля сельскохозяйственных предприятий в производстве продукции сельского хозяйства продолжает снижаться, она составила 31%, крестьянских (фермерских) хозяйств - 2,4%. Реформы, проводимые в аграрном секторе республики, позволили создать основы многоукладной экономики на селе, осуществить земельные преобразования.

В связи с этим, задачей следующего этапа переходного периода является стратегический выбор структурной перестройки, суть которого заключается в том, сможет ли республика в условиях ограниченного времени мобилизовать внутренний потенциал: финансовый, материальный, трудовой для противодействия растущим угрозам экономической безопасности, осуществления перелома в движении экономики по траектории распада.

Экономистами республики (Н. Атановым, Л. Мунаевым, П. Хандуевым и другими) в качестве основных направлений социально-экономических

преобразований в регионе предлагается необходимость решения следующих задач:

1) обеспечение комплексного и сбалансированного развития хозяйства  
региона в интересах Республики Бурятия и Российской Федерации в целом;

1. развитие ключевых отраслей хозяйства республики путем расширения производственных мощностей, технической и организационной реконструкции предприятий, модернизации и обновления основных фондов, осуществления прогрессивной инновационной политики, позволяющей обеспечить выпуск высокорентабельной продукции, значительно увеличить поступления в бюджет и получение средств, необходимых для финансирования программы;
2. осуществление перестройки отраслевой структуры хозяйства республики на базе опережающего развития производств, связанных с глубокой переработкой сырья, выпуском на этой основе высококачественной, пользующейся спросом продукции производственного и потребительского назначения;

4) ускоренное развитие производственной инфраструктуры региона в  
целях обеспечения эффективного функционирования производства,  
поддержания и развития производственно-экономических связей внутри  
республики и с другими регионами России;

5) обеспечение экологической безопасности региона путем  
рационального использования его природно-ресурсного потенциала,  
осуществления природоохранных мер, сохранения озера Байкал как  
природного объекта мировой значимости;

6) формирование рыночных структур, отвечающих потребностям  
экономического развития республики;

- 7) расширение экономических связей с зарубежными странами в целях  
внедрения передового технологического, научно-технического,

организационного и управленческого опыта, а также опыта внедрения научно-технических достижений в производство.

На решение данных задач влияет множество факторов» которые представляют невозможным одновременно задействовать и решить поставленные задачи полностью, так как это связано с финансовыми возможностями республики, с неодинаковой научной разработанностью этих задач, а также отсутствием глубоко проработанных хозяйственного и правового механизмов управления. В связи с этим, Хандуев П.Ж. предлагает увязать эти задачи и факторы с конкретными хозяйствующими субъектами, составляющими структуру экономики региона, результаты его анализа представлены в виде матрицы (табл. 1-П) .

Реализация основных идей концепции структурных преобразований в республике идет через разработку и внедрение системы комплексных целевых программ по всем приоритетным направлениям развития региона. При этом генеральной целью комплексной программы определена мобилизация организационных, материальных, финансовых и трудовых ресурсов на приоритетных направлениях социально-экономического развития республики для преодоления хозяйственного кризиса, стабилизации и подъема ее экономики, устойчивого роста уровня и качества жизни населения региона. Следует также отметить, что программа направлена на обеспечение последовательного снижения финансовой нагрузки республики на федеральный бюджет, дальнейшее развитие тесной интеграции экономики республики с мировым сообществом и с хозяйством Российской Федерации.

С учетом приоритетов Федеральной программы структурных преобразований социально-экономического развития Республики Бурятия определены шесть приоритетных направлений развития экономики республики:

16 Хандуев П.Ж. Прогнозирован]к- мкоиомнчсского развития региона (Аспекты структурной политики) -Новосибирск: Сарбон. 1996. - С.67.

1. топливно-энергетический комплекс;
2. лесная и деревообрабатывающая промышленность;
3. целлюлозно-бумажная промышленность;
4. минерально-сырьевой комплекс;
5. базовые отрасли промышленности; 6)экология.

Разработка программы республики являлась составной частью общей стратегии развития Российской Федерации. И поэтому ее реализация приобретает общефедеральное значение:

во-первых, программа предусматривает освоение ценнейших и уникальных природных ресурсов Бурятии, в которых нуждается экономика Российской Федерации. Прежде всего, это минерально-сырьевые ресурсы, по запасам многих видов республика занимает ведущее место в России;

во-вторых, составной частью программы является комплекс мер по сохранению экосистемы озера Байкал, большая часть которой, включая притоки и прилегающие территории, приходится на Республику Бурятия. Задача сохранения этой уникальной экосистемы является не только федеральной, но и общемировой;

в-третьих» как неотъемлемая составная часть единого народнохозяйственного комплекса России экономика Республики Бурятия выполняет в нем важные хозяйственные функции, обусловленные сложившимся за предшествующие десятилетия межрегиональным разделением труда. Сформированные в результате этого в регионе топливно-энергетический, транспортный и машиностроительный комплексы способны при федеральной поддержке решать крупные задачи общероссийского уровня;

в-четвертых, федеральная значимость программы определяется также особой -геополитической ролью Бурятии в системе стратегических и

Федеральная проірамма соцкалмю-зкОЕіомнческого развития Республики БурятияЛТІостаковление Правительства России N 442, апрель 1996.

внешнеэкономических интересов России. Выгодное географическое положение республики на перекрестке путей между Востоком и Западом позволяет осуществить ей общероссийские функции по транспортному обслуживанию и развитию материальной базы транспорта восточной части страны. Ресурсный потенциал республики и организация новых производств позволяет ориентировать структуру хозяйства все в большей мере на внешние связи со многими странами мира. Это должно в будущем значительно активизировать внешнеэкономическую деятельность республики и укрепить базу валютного поступления в республику.

Осуществление Программы социально-экономического развития республики требует значительных финансовых средств (табл. 1.1.).

Таблица 1.1.

Общая потребность в финансировании Программы социально-экономического развития Республики Бурятия в 1996-2000 г.г.

*(в*ценах начала 1995 г.)

Примечание. Составлена по данным Федеральной программы социально-экономического развития Республики Еурятия/ЛІостановленне Правительства России N 442, апрель 1996.

Из табл. 1.1. видно, что общий объем на весь период реализации программы в 1996-2005 гг. можно достичь, в зависимости от наполняемости программных мероприятий инвестиционными и научно-техническими проектами, 10-11 трлн руб. (в ценах 1995 г.), в том числе в рамках первого этапа (1996-1997 г.г.) - около 2,5 трлн руб., второго (1998-2000 г.г.) - около 4,0 трлн руб., а третьего (2001-2005 г.г.) - более 4,3 трлн руб.

В условиях переходной экономики, отягощенной финансовыми трудностями, правительство республики прекратило финансирование значительной части бюджетных программ. Так, удельный вес государственного сектора экономики по инвестициям в основной капитал в 1996 г. составил 50% против 82% в 1991 г. (по России этот показатель составил в 1995 г. 31%). В результате децентрализации инвестиционного процесса происходит дальнейшее сокращение средств, поступающих из бюджетных источников. В 1996 г. их удельный вес в общем объеме составил 30% против 66% в 1991 г., в том числе из федерального бюджета - 27%, республиканского и местных бюджетов - лишь 3%. Сумма финансирования федеральных программ из федерального бюджета, входящих в состав Программы социально-экономического развития республики, составила 7% от предусмотренных на 1997 г., то есть из 415 млрд руб. фактически реализовано

29,5 млрд руб. Реализованные инвестиционные проекты в 1996-1998 гг. обеспечили дополнительное поступление в бюджеты всех уровней 10,8 млрд неденом. руб., позволили сохранить и создать новых 1320 рабочих мест, увеличить объем производства продукции на 123 млрд неденом. руб., привлечь в инвестиционный процесс внебюджетных источников на 475,6 млрд неденом. руб.19

Оживление инвестиционного процесса в республике является одной из наиболее актуальных проблем нынешнего этапа развития экономики. Как

11 Социально-экономическое положение Республики Бурятия за 1997 [-.//Госкомстат РБ, г. Улан-Удэ, 1998. " Анализ социально-экономического риэвитим Республики Бурятия за годы экономической реформы//Улан-Удэ. 1999.

показывает практика, задержка финансирования основных муниципальных программ, выплаты заработной платы работникам бюджетной сферы, лишение финансовой поддержки муниципальных предприятий приводят к сокращению объемов товарного обращения в регионе и, как следствие, к снижению налоговых поступлений в бюджет территориального органа.

Бюджетный кризис, вышедший на первый план в ряду тяжелейших социально-экономических проблем России и республики, возник не случайно и не вдруг. Его предпосылки были заложены еще в 1991 г. в самой исходной модели экономической реформы и постепенно, по мере нарастания общего экономического кризиса, проявлялись все более отчетливо.

Государственный бюджет является концентрированным выражением экономической политики. Бюджет Республики Бурятия не исключение из правил и в условиях экономического кризиса в нем наиболее остро проявляются два противоречия.

Первое: несоответствие доходной и расходной статей. Республика является традиционно дотируемой. Ее производственный потенциал достаточно слабый и гораздо ниже чем, например, в Иркутской, Новосибирской, Нижегородской и других областях. В то же время у Республики отсутствует ресурсный потенциал, который есть у Тюменской, Кемеровской областей и Якутии. Доходная часть формируется в основном промышленными предприятиями, большинство из которых работало на оборонную промышленность и в настоящее время являются либо убыточными, либо банкротами.

Второе: крупный недостаток любого бюджета — это несовпадение по времени поступлений в бюджет и необходимости расходовать деньги из бюджета. В бюджете Республики Бурятия так же, как и во многих других бюджетах субъектов Федерации, выделяется несколько критических точек, пиков. Это посевная, закупка топлива для зимнего периода, необходимость платить учителям, когда они уходят в отпуска и ряд других сезонных пиков,

которые создают бюджетную напряженность, потому что не профинансировать эти программы в конкретный момент времени невозможно. Такие сезонные или помесячные колебания - "кассовые разрывы" -представляют большую опасность, поскольку, не имея достаточной ресурсной базы, которая перекрывает расходные статьи, не имея запаса денег, правительство республики в такие периоды вынуждено прибегать к резким заимствованиям.

Для оценки бюджетной политики республики могут быть применены три основных показателя:

1. Доля валового внутреннего продукта (ВВП), которая  
перераспределяется через бюджет республики. Данный показатель определяет  
степень централизации финансовых ресурсов государства с целью  
поддержания рыночного равновесия и стимулирования развития отдельных  
сфер и отраслей экономики.

2. Соотношение между основными статьями расходов бюджета  
республики - характеризует эффективность распределения аккумулированных  
в бюджете средств.

3. Соотношение между доходами и расходами республики. Дефицит  
бюджета определяет положение устойчивости экономики республики.

По мере развертывания экономических преобразований, Республика Бурятия столкнулась с быстрым увеличением бюджетного дефицита (рис. Ы.).

Расходы

35,00 n 30,00-25,00-g 20,00 -

^ 15,00-

**\***

Рис. 1.1. Динамика доходов и расходов консолидированного бюджета Республики Бурятия за 1995-1998 гг. в ВВП, %

Из рис. 1.1. видно, что за последние три года наблюдается снижение удельного веса доходов консолидированного бюджета республики в ВВП с 27,92% в 1996 г. до 16,54% 1998 г., а доля расходов консолидированного бюджета республики снизилась с 30,21% - 1996 г. до 17,22% - 1998 г. (табл. 2-П).

Основой доходной базы бюджета республики являются налоговые доходы и поступления *т*федерального бюджета, тенденции движения которых отражены в табл. 1.2.

Таблица 1,2.

Структура доходов консолидированного бюджета Республики Бурятия

(в % к итогу)

Анализ структуры доходов консолидированного бюджета показывает, что доходная часть бюджета республики существенно зависит от поступлений из федерального бюджета, доля которых в доходах бюджета республики составляет свыше 40%, при этом доля налоговых поступлений в собственных доходах имеет тенденцию снижения. К примеру, доля собственных доходов в консолидированном бюджете Иркутской области составляет порядка 90% всех доходов (табл. 3-П).

Критическое сужение реальной налогооблагаемой базы из-за падения объемов производства, снижение налоговых поступлений, уменьшение количества предприятий, способных платить налоги из-за их убыточности, являются наиболее существенными причинами уменьшения доходной базы

бюджетов всех уровней. Существуют и значительные суммы задолженности по налоговым платежам в бюджет, которые увеличивают налоговое бремя на предприятия. Так, общая сумма недоимки по налоговым и неналоговым платежам, а также отсроченные платежи в консолидированный бюджет Республики Бурятия по состоянию на 01.И.98 г. составляют 814 млн руб., или 10,5% ВВП.20

Таким образом, в ближайшей перспективе отсутствуют предпосылки сокращения бюджетного дефицита за счет увеличения налоговых поступлений. В основу налоговой политики должно быть положено не повышение ставок налогообложения, а некоторое их снижение и укрепление налоговой дисциплины. Поскольку регулирование налогообложения и трансфертные расчеты находятся в компетенции федеральных органов, решение финансовых проблем республики можно видеть только в расширении источников доходов за счет неналоговых поступлений.

Рассмотрим второй показатель, характеризующий бюджетную политику республики, а именно, структуру расходов бюджета. В течение последних четырех лет большая часть средств направлялась в непроизводственную сферу: удельный вес затрат на государственное управление, правоохранительную деятельность колебался в расходах консолидированного бюджета республики от 5,9% в 1995 г. до 7,7% в 1998 г. (табл.4-П).

Начиная с !995 г. резко снижены объемы государственных инвестиций в производственные отрасли, то есть происходит отмирание инвестиционной функции бюджетной системы. Расходы консолидированного бюджета республики в последние годы имеют характер латания дыр и не направлены на структурную перестройку экономики.

w Основные итоги сошгально-экононгческого развития Республики Бурятия за Ю месяцев 1998 г. //Госкомстат РЬ. Улан-Удэ. I 998.

41 пїсуйЯ"'.' ""

Основная слабость государственной инвестиционной политики, по нашему мнению, обусловлена незащищенностью расходов бюджета на инвестиционные цели и отсутствием четких приоритетов. Финансирование этих расходов в силу ряда причин проводилось по остаточному принципу, следствием которого является то, что доля расходов на инвестиционные цели в совокупных расходах в 1998 г. по сравнению с 1995 г. упала более чем в два раза (с 11,5 до 4,8%), а объем ВВП, расходуемого на эти цели, составляет лишь 1,5% против 5,3% в 1995 г." Результатом данного процесса является дестабилизация рынка капитальных вложений и лишение экономики республики импульса для возобновления экономического роста, а значит, и для решения социальных проблем.

Недостаточность доходов бюджета, неэффективное использование бюджетных средств предопределяют третий показатель бюджетной политики республики - соотношение между доходами и расходами республики, то есть бюджетный дефицит. Согласно ст. 95 Бюджетного кодекса в качестве источников финансирования дефицита бюджета субъекта Федерации определяются внутренние и внешние заимствования.

По линии внутреннего финансирования в 1995-1996 гг. дефицит консолидированного бюджета республики профинансирован за счет государственных ценных бумаг, за счет бюджетных ссуд, полученных из бюджета Российской Федерации и за счет привлечения банковских кредитов. Структура источников финансирования представлена на рис. 2-П, из которого можно сделать вывод о том, что дефицит консолидированного бюджета в основном финансируется за счет бюджетных ссуд, полученных от вышестоящего бюджета (91% в 1996 г., 83% в 1997 г.)

По данным рис. 2-П и табл. 5-П расширяется практика использования финансирования дефицита бюджета республики Бурятия посредством привлечения средств с помощью государственных ценных бумаг. Так, в

"'75 лет Республике Бурятпя/Я'оскомаэт РБ, Улан-Удэ, 1998.

1996 г. привлечено средств выпуском ценных бумаг на сумму 32 млрд руб., в

1997 г. на сумму 58 млрд руб., данная практика продолжена и в 1998 г.  
(9 млрд руб.).

В то же время, по данным о структуре и объемах государственного внутреннего и внешнего долгов России суммарные объемы внутреннего долга и внешнего долга Федерации стремительно нарастают: с 1996-1998 гг. в 3,7 раза и 1,13 раза соответственно. Причем в первую очередь за счет увеличения части, оформленной краткосрочными долговыми обязательствами (табл. 6-П, табл. 7-П). Их доля в объеме государственного внутреннего долга на 01.01.98 г. (38,66%) возросла по сравнению с данными на 01.01.96 г. (27,73%) в 1,4 раза. В связи с этим, решение проблемы совершенствования временной структуры государственной задолженности в России затруднено высокой напряженностью на рынке государственного долга. Государственные займы Центрального правительства России, которые фактически являются компенсатором разрыва между налоговыми поступлениями и государственными расходами, очень быстро превратились в фактор расширения последних: одновременно увеличиваются затраты на обслуживание государственного долга, превысившие доходы бюджета от его размещения, что свидетельствует об ограниченных возможностях продолжения долгового финансирования бюджетного дефицита - как внутреннего, так и внешнего.

Таким образом, покрытие бюджетного дефицита с помощью облигационных займов не является корректным *,и*единственно оправданным может быть признано только инвестирование средств займа в производственные проекты, дающие конкретную экономическую отдачу и имеющие важное значение для социально-экономического развития республики. Выпуск республиканских ценных бумаг, рассчитанных на разных

Хакамада И. Модернизация системы государственных заимствований и управления государственным ДОЛГОМ//РЦБ *-*1997. - №6. - С.22-27.

инвесторов, с разной целевой функцией, с разным обеспечением, взаимно дополняющих друг друга в обращении на первичном и вторичном рынках, сочетающийся с комплексом бюджетных мероприятий и использованием целевых кредитных линий, способен привести к ощутимому оздоровлению финансовой системы и оказаться решающим фактором роста внутренних инвестиций в экономику республики.

Проблема инвестиций, необходимых для подъема и структурной перестройки экономики региона, на наш взгляд, стала первоочередной не только из-за спада централизованных поступлений и местных доходов, но и вследствие ускоренной и последовательной либерализации российской экономики на рыночных принципах, породившей качественно новые проблемы, такие как:

отток в Центр и за рубеж финансовых ресурсов. Перемещение собственника за пределы республики привело к тому, что из региона ушли финансовые и инвестиционные ресурсы. Собственник перестал быть заинтересованным в развитии территории, где располагается его предприятие. Главным стало получение сиюминутной выгоды, а не обеспечение устойчивости развития путем диверсификации производства;

"вымывание" у предприятий собственных оборотных средств в период гиперинфляции и с помощью высоких процентных ставок банковского кредита и механизма плановых налогов и платежей (предоплаты), не дифференцированных в зависимости от условий производства;

систематическое невыполнение государством своих обязательств перед товаропроизводителями в расчетах за реализованную продукцию (оборонный комплекс, ТЭК, сельское хозяйство) и вследствие этого острый кризис неплатежеспособности;

- снижение эффективности ряда производств.

На наш взгляд, важнейшими видами местных финансовых ресурсов, которые могут быть дополнительно вовлечены в осуществление инвестиционных программ развития региона, являются:

1) временно свободные денежные средства населения региона  
(физических лиц). По данным Госкомстата Республики Бурятия наблюдается  
существенный рост накоплений на руках у населения, которые без учета  
накоплений сбережений во вкладах, ценных бумагах и в валюте они  
составили на 1 января 1998 г. 1443,4 млрд неденом. руб. (табл. 8-П);

2) кредитные ресурсы коммерческих банков, частично формируемые из  
тех же временно свободных денежных средств физических лиц, а частично -  
из временно свободных финансовых средств юридических лиц и из  
собственной прибыли коммерческих банков. Так, к примеру, вклады  
населения в банках республики, по оперативным данным Национального  
банка Республики Бурятия, на 1 января 1998 г. составили  
443,7 млрд неденом. руб., из них в Сбербанке Республики Бурятия —  
291,9 млрд неденом. руб., в коммерческих банках - 151,8 млрд неденом. руб.23

Спектр возможных форм привлечения республикой заемных средств посредством выпуска ценных бумаг широк и помимо эмиссии облигаций включает в себя выпуск векселей.

Республиканские векселя были введены с 21.02.97 г. в обращение в сумме 10 млрд руб. в целях сокращения кассовых разрывов при исполнении республиканского бюджета, бюджетов органов местного самоуправления республики, пополнения оборотных средств промышленных предприятий, организаций, уменьшения кредиторской задолженности и, соответственно, покрытия текущего дефицита финансовых ресурсов.24

Обращение векселей, выпущенных Министерством финансов Республики Бурятия, сыграло большую роль в уменьшении объемов

75 лет Бурятии//Статистичесхий сборник. - Улан-Удэ: Госкомстат РБ, 1998. Приказ Министерства финансов РБ №12 от 21 февраля 1997 г.

неплатежей в экономике, ускорения взаиморасчетов, дало возможность бюджетным организациям осуществить первоочередные расходы по материальным затратам, повысило доверие хозяйствующих субъектов республики к вексельному обращению.

Проведенный нами сравнительный анализ показывает, что облигационная форма заимствований обладает рядом преимуществ. В отличие от эмиссии беспроцентных расчетных векселей выпуск облигаций дает возможность избежать отрицательного воздействия так называемого эффекта перераспределения, в результате которого профинансированные посредством долговых обязательств (в соответствии с их номинальной стоимостью) предприятия и организации бюджетной сферы ради получения денежных средств вынуждены продавать инвесторам с 15—40-процентной скидкой.

В условиях отсутствия и недоработанности законодательной базы по вексельному обращению беспроцентный расчетный вексель воспринимался участниками рынка как инструмент, с которым непонятно как работать. Когда правительство выдает вексель с обязательством принять его в оплату налогов либо расплатиться за него через определенный срок, скажем через три месяца, оно ставит бюджетную организацию в худшую ситуацию. Бюджетная организация три месяца может ждать погашения налогов, но тогда теряет на инфляции, если ей срочно нужны деньги она уходит на рынок и продает этот вексель с дисконтом, теряя на этом примерно 15-20%.

Вексель также имеет большой недостаток, заключающийся в том, что бюджет недополучает налогов на величину большую, чем выписано векселей (как утверждается, в 1,3 раза). Это происходит от просрочки на период до погашения векселя. Когда же через три месяца погашаются налоги на сумму векселей, ожидаемых поступлений в бюджет не происходит.

В настоящее время эмиссия векселей приостановлена. Согласно федеральному закону Российской Федерации от 11.03.97 г. № 48-ФЗ "О простом и переводном векселе" субъекты Российской Федерации вправе

выпускать векселя только в случаях, специально предусмотренных федеральным законом. Таким образом, осуществление субфедеральных и муниципальных заимствований в форме ценных бумаг в современных условиях возможно посредством выпуска облигаций.

Кроме того, эмиссия облигаций позволяет снижать процентные ставки по заемным ресурсам, мобилизуя не задействованные в полной мере на финансовом рынке средства юридических и физических лиц для покрытия дефицитов и временных кассовых разрывов местных бюджетов, финансирования сезонных работ. В отличие от эмиссии беспроцентных расчетных векселей выпуск облигаций дает возможность избежать отрицательного воздействия так называемого эффекта перераспределения, в результате которого предприятия и организации бюджетной сферы ради получения "живых" денежных средств вынуждены продавать векселя с определенной процентной скидкой.

Региональный фондовый рынок в целом и рынок субфедеральных и муниципальных облигаций находится в стадии формирования. Поэтому особый интерес представляет анализ опыта республики и муниципальных образований, которые уже реализовывали программы выпуска и размещения субфедеральных и муниципальных займов, что позволило бы обеспечить ускоренное создание регионального рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг, направленных на приоритетное использование ресурсов малодоступных для негосударственного сектора средств физических лиц, что должно обеспечить максимизацию эффекта частных инвестиций, служить стимулом роста внутренней нормы накопления.

## Экономическая сущность субфедеральных и муниципальных облигационных займов

Проводимые в России социально-экономические реформы самым непосредственным образом сказались на развитии регионов: происходит постепенное перераспределение полномочий между субъектами федерального и регионального уровней, регионы получили возможность самим определять путь развития исходя из экономико-географических и социально-культурных возможностей. В дореформенный период регионы не обладали достаточной самостоятельностью, так как директивное управление из Центра не могло в полной мере учитывать экономические интересы и возможности региона. Однако, этот процесс наряду с экономическими преобразованиями, которые коренным образом изменили хозяйственную среду, был отягощен противоречиями переходного периода: высокими темпами инфляции, значительным падением производства, непростой политической ситуацией, кризисами на финансовых рынках.

Столкнувшись в первые годы реформ с финансовыми трудностями, регионы приостановили либо вообще "заморозили" финансирование значительной части бюджетных программ (из-за нехватки средств инвестиционные программы выполняются на 20-30%), что привело к сокращению объемов товарного обращения в регионах и, как следствие, к снижению налоговых поступлений в бюджеты. В такой ситуации многие субъекты Российской Федерации испытывают острую потребность в финансовых средствах, необходимых как для реализации важных региональных инвестиционных проектов, так и для покрытия дефицита бюджета региона и кассовых разрывов.

Необходимость улучшения экономической ситуации в регионах обусловила поиск различных эффективных инструментов рынка для стабилизации и последующей активизации сферы производства промышленных и сельскохозяйственных товаров отечественного производства. Проблему инвестиций, связанную с обновлением основных средств производства, с пополнением оборотных средств способен решить рынок долговых обязательств, посредством мобилизации внутренних сбережений.

В экономике, основанной на принципах свободного рынка, использование заемных средств является одним из важных способов покрытия дефицита государственного бюджета. Например, во Франции заемные средства составляют 32-35% от общего объема доходов бюджетов органов местного самоуправления,1 Практика заимствований характерна и для России, в частности, по данным Федерального казначейства в 1998 г. было размещено субфедеральных и муниципальных ценных бумаг на сумму 8,5 млрд руб., что составило 3,6% от общего объема доходов бюджета органов субъектов Федерации и местного самоуправления.

Роль государственных ценных бумаг субъектов Федерации и муниципальных ценных бумаг менялась с ходом развития мировой рыночной экономики. На начальном этапе они использовались, главным образом, для покрытия чрезмерных расходов государства, связанных с войнами и стихийными бедствиями. Со временем государственные и муниципальные ценные бумаги все больше и больше начинают воздействовать на экономику, играть незаменимую роль в сфере государственного регулирования денежного обращения и макроэкономики в целом.

В мировой экономической науке существует несколько основных течений и школ, которые по-разному трактуют вопрос государственных заимствований. В силу высокой общественной значимости и широкого практического применения теорий следует более подробно остановиться на изложении базовых концепций основных экономических школ, а именно, кейнсианской, классической и неоконсерватизма.

Одним из основных положений кейнсианской экономической школы является постулат, разработанный еще самим Дж. Кейнсом (1883-1946 гг.), "о необходимости осуществления государственного регулирования экономики путем увеличения государственных расходов".2 К числу методов решения указанной задачи относится регулирование спроса и нахождение равновесия между потреблением и производством, доходом и занятостью. Последователи Кейнса разработали также теорию "функциональных финансов", в соответствии с которой правительство имеет возможность балансировать экономику своей страны одним из (или несколькими) способов с осуществлением государственных продаж или покупок, проведением кредитных операций и представлением или получением займов от юридических и физических лиц - инвесторов, выплатой субсидий одним категориям граждан, взиманием налогов с других.

## Анализ опыта размещения муниципального облигационного займа

Постоянное несоответствие между величиной финансовых ресурсов, которыми располагают муниципальные образования, и потребностями региона обусловливают существование объективной необходимости получения заемных денежных средств. В связи с этим, организация эмиссий местных органов власти является в ближайшее время перспективным. Следует отметить, что рынок муниципальных долговых обязательств в Российской Федерации уже формируется, претерпевая в ходе развития качественные и количественные изменения, несмотря на то, что муниципальные ценные бумаг пока нельзя отнести к значимым инструментам привлечения денежных средств в программы развития муниципальных образований.

Одним из первых выпусков субфедеральных и муниципальных займов в Российской Федерации был муниципальный облигационный заем г. Улан-Удэ Республики Бурятия, зарегистрированный 1 декабря 1993 г. за номером МФ 02-3-0336. Размещение облигаций осуществлялось специально организованным консорциумом банков, финансовых компаний, в который входили АО "БИКОМБАНК", АО "ПАКбанк", Сбербанк Республики Бурятия, ИФК "Контраст", Финансовая компания "Улан-Удэ". Распространение облигаций осуществлялось в форме открытого (публичного) размещения; срок размещения - 11 месяцев со дня выпуска.

Параметры выпуска: объем эмиссии жилищных облигаций составил 2,5 млрд руб.; количество выпускаемых облигаций - 50 000 штук; номинальная стоимость одной облигации - 50 000 руб. Облигации займа были выпущены в наличной форме на предъявителя. Согласно условиям выпуска покупателями могли быть юридические и физические лица вне зависимости от их местонахождения.

Гарантией возврата средств по займу были заложены следующие объекты муниципальной собственности г. Улан-Удэ: гостиница Бурятия, гостиница Байкал, Дом быта по ул. Ербанова.

Реализация финансового проекта по организации выпуска муниципального займа г. Улан-Удэ позволила привлечь дополнительные средства на финансирование жилищного строительства. Этот факт связан, по нашему мнению, с тем, что в тот период среди всех отраслей народного хозяйства только жилищный сектор мог обеспечить окупаемость заемных средств, что было обусловлено тремя основными причинами:

- инвестиции в строительство жилья были рентабельны и окупаемы в короткие сроки;

- в жилищном строительстве до апреля 1995 г. не взимался налог на добавленную стоимость при сдаче объектов заказчику, что позволяло находить платежеспособный спрос;

- высокая инфляция, которая обеспечивала эмитентам возможность успеть проинвестировать более "дорогие" деньги чем те, которые потом надо было возвращать.

Значение субфедеральных займов как источника финансирования капитальных вложений в некоторых регионах Дальнего Востока, Калининградской области и Забайкалья, в частности, в Республике Бурятия, видно из данных табл. 9-П. В трех регионах из пяти рассмотренных муниципальные займы могли сыграть весьма важную роль в активизации инвестиционной деятельности субъектов Федерации и муниципалитетов, что и подтверждается на примере Республики Бурятия.

Привлекательность займу обеспечивалось через особые условия выплаты дохода владельцам муниципальных облигаций: в размере 50% годовых к номиналу облигации по истечении срока. Выплата дохода осуществлялась одновременно с погашением ее стоимости по номиналу. Администрация погасила все предъявленные к погашению облигации муниципального займа; - путем предоставления благоустроенных двухкомнатных квартир владельцам облигаций, которые стали победителями розыгрышей. При этом номинальная стоимость облигации не возвращалась. Так, по результатам проведенных розыгрышей владельцами облигаций было выиграно шесть квартир.

## Основные направления совершенствования управления облигационными займами

Список десяти крупнейших эмитентов в процентном соотношении ко всем эмитентам по состоянию на конец 1997 г. приведен на рис. 3-П. Наиболее крупным эмитентом является правительство г. Москвы, доля которого составила 25,1% от общего объема эмиссий за 1992-1997 гг.

В зависимости от группировки займов по видам облигаций структура объемов выпусков приведена на рис. 4-П. В настоящее время рынок суб федеральных и муниципальных ценных бумаг претерпевает значительные изменения, связанные с общероссийским финансовым кризисом, крушением финансовой пирамиды государственных краткосрочных облигаций Российской Федерации (ГКО), что привело к полному обвалу котировок субфедеральных и муниципальных облигаций.

Подавляющее большинство субфедеральных эмитентов приостановили аукционы по размещению облигаций. Республика Татарстан (торги прекращены с 19 августа 1998 г.) и Новосибирская область (торги прекращены 25 августа 1998 г.) объявили о принудительной реструктуризации своих облигаций, принадлежащих юридическим лицам. Тем не менее, некоторые регионы смогли погасить свои обязательства. К примеру, Республика Саха (Якутия) смогла погасить свои обязательства в августе 1998 г.. Иркутская область продолжает операции по размещению и погашению областных облигаций (ОДО), Республика Бурятия погасила в ноябре 1998 г. полностью весь, ранее размещенный, объем республиканских облигаций (РГО) и в настоящее время продолжает торги.

На наш взгляд, причиной глубокого кризиса региональных финансов стала политика высоких бюджетных дефицитов, приведшая к крушению долговых пирамид ряда регионов. Привлечение новых заимствований, как на внутреннем рынке, так и на внешнем рынках для большинства регионов, осуществивших значительные эмиссии краткосрочных облигаций, в существующих условиях представляется крайне затруднительным.

Вместе с тем, все более очевидным становится необходимость создания надежных гарантий возвратности средств, мобилизованных по займу, в целях придания большей привлекательности вложения средств инвесторов в субфедеральные и муниципальные облигации, что свидетельствует о необходимости реформирования всей региональной бюджетной системы и консолидации внебюджетных фондов в региональный бюджет; казначейское исполнение субфедеральных бюджетов при отмене институтов уполномоченных банков; конкурсный характер процедур финансирования региональных программ.

Потенциал надежности отечественных субфедеральных и муниципальных долговых обязательств возрастает ввиду вступления в силу Бюджетного кодекса и закона "Об особенностях эмиссии государственных и муниципальных облигаций", устанавливающих предельное соотношение максимальной величины заимствований к объему доходных поступлений бюджета соответствующего уровня. Их принятие является важным фактором защиты прав инвесторов от последствий рискованной финансовой политики эмитента.